

# Situación Paraguay

2º SEMESTRE DE 2015 | UNIDAD DE PERÚ



01 Crecimiento por encima de 3,0% en 2015 y 2016. La demanda interna, por los proyectos de infraestructura, será el principal motor

02 Menor depreciación de la moneda pero con episodios de volatilidad. Este ajuste será reflejo del deterioro en los fundamentos

03 La inflación seguirá contenida en torno al rango medio de la meta. De esta manera, el Banco Central mantendrá su tasa de referencia

04 Principales riesgos: desaceleración más pronunciada de Brasil y China, y un ajuste más acelerado en la tasa de la FED

## Índice

1 Editorial	3
2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016	5
3 Paraguay: crecimiento por encima de 3% para 2015 y 2016	7
Recuadro 1. Precio de materias primas: soja y petróleo	15
4 Menor depreciación de la moneda con episodios de volatilidad	17
5 Inflación contenida dentro del rango meta del BCP	18
6 Las tasas de interés de mercado convergen a la de política monetaria	19
7 Recesión mayor en Brasil es la principal fuente de riesgo a la baja	20
Recuadro 2. ¿Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre Paraguay?	22
8 Tablas	24

**Fecha de cierre: 2 de diciembre de 2015**

## 1 Editorial

---

**El escenario internacional relevante para la economía paraguaya continuó deteriorándose en los últimos meses.** El precio de la soja, el principal producto de exportación del país, siguió disminuyendo. A ello se sumó la debilidad de Brasil, el principal socio comercial de Paraguay, que entró en una recesión pronunciada. Además, la proximidad del inicio del ciclo alcista de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos indujo un incremento de la percepción de riesgo de las economías emergentes, salidas de capitales de esos países, y depreciaciones de sus monedas.

**En este contexto, el ritmo de expansión del PIB se moderó en los últimos meses.** La actividad económica avanzó 3,3% durante el primer semestre (con respecto a similar periodo del año pasado), por la menor producción agrícola, que prácticamente se estancó, y algunos factores de oferta puntuales (menores caudales de agua en las hidroeléctricas) que afectaron la producción de electricidad. Todo esto se tradujo en menores exportaciones, que cayeron 3,3% en los primeros seis meses. **Por el lado del gasto, la demanda interna siguió siendo el principal componente soporte del crecimiento. Nuestro escenario central considera que el producto mostrará un mejor desempeño hacia fines del presente año,** apoyado por los sectores primarios y la reversión de los choques de oferta del primer semestre. De esta manera, el PIB se expandirá 3,2% en el 2015. No obstante, de acuerdo al Banco Central, el IMAEP sin agricultura y binacionales (energía) solo avanzó 0,7% en el tercer trimestre, lo que sugiere que la desaceleración de la parte más tendencial del PIB habría continuado, lo que imprime un sesgo a la baja a nuestra proyección del año.

**Para 2016, en un contexto aún retador, prevemos un crecimiento de 3,4%, con lo que la economía paraguaya se mantendrá entre las más dinámicas de la región.** Por el lado del gasto, la demanda interna será el principal motor de crecimiento, en especial por mayores niveles de inversión (proyectos de infraestructura). Respecto a la demanda externa, su aporte al crecimiento del año se mantendrá en un nivel neutral. A partir del 2017, prevemos que el crecimiento se ubicará algo por encima del 4,2%, en línea con el potencial. **Aunque la estabilidad macroeconómica es un elemento diferenciador de Paraguay, para asegurar el crecimiento en el mediano plazo es fundamental focalizar avances en competitividad y productividad.** Los principales retos deben estar focalizados en aplicación de medidas de política que busquen: i) fortalecer el capital humano y reducir la informalidad, ii) recortar la brecha de infraestructura y, iii) reducir los sobrecostos que enfrentan algunos sectores productivos.

**Por el lado de las cuentas fiscales,** nuestra previsión para el resultado fiscal del 2015 asume que el gobierno, a pesar de hacer ajustes para mantener el déficit dentro de los límites contemplados en la ley, no cumplirá el tope establecido. Hacia adelante estimamos una reducción paulatina del déficit de manera que se cumpla el tope de la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal, lo que ayudará a consolidar la credibilidad en la regla fiscal.

**La moneda local se ha depreciado en torno a 21% en lo que va del año y prevemos que seguirá debilitándose en los próximos meses** (tendencia observada en toda la región). Hacia adelante, prevemos que el tipo de cambio se depreciará a un ritmo mucho más lento, como reflejo del debilitamiento de fundamentos.

**La trayectoria de la inflación se ha mantenido en línea con la meta.** En lo que va del año (enero-noviembre), la inflación se explicó principalmente por el aumento de precios de los servicios y de los bienes durables que están estrechamente ligados a la evolución del tipo de cambio. Estos elementos fueron atenuados por las disminuciones en los precios de los combustibles y de algunos alimentos (en especial, los

cereales). En general, proyectamos que la inflación se mantendrá en el interior del rango meta en lo que resta de este año y durante 2016.

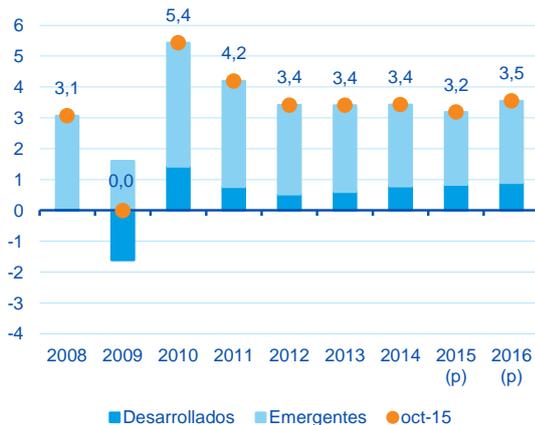
Por último, teniendo en cuenta que la inflación se encuentra controlada y las expectativas están ancladas a la meta, **actualmente la tasa de política monetaria se mantiene en 5,75% desde julio**. Nuestra previsión considera que el Banco Central mantiene la tasa en el nivel actual hasta fines del 2016. Hacia adelante, esperamos un aumento gradual de la tasa de política monetaria, en línea con la aceleración del crecimiento del PIB.

## 2 Freno del crecimiento global en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones, el PIB mundial habría registrado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014. El desempeño más débil de la actividad global se debe, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China desencadenaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

De este modo, el PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos que lo pronosticado hace tres meses), el menor avance desde 2009 (Gráfico 2.1). Cabe agregar que este año se registraría una moderación del crecimiento en las economías emergentes a apenas un 4% anual, frente a un promedio superior al 5,5% en los cinco años precedentes. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta el 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

Gráfico 2.1  
PIB mundial: crecimiento anual (%)



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 2.2  
Índice BBVA de tensiones financieras (%)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes (Gráfico 2.2), acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global. Aun cuando la política monetaria en los países desarrollados pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento, el espacio del que disponen para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tasas de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un shock financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta que lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial en general y sobre América Latina en particular.

## EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento por el deterioro del entorno externo

Repasando el panorama en las principales áreas económicas, resulta notable la estabilización del crecimiento de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación pero no compensaría del todo la caída tanto de las exportaciones (por la apreciación del dólar y la debilidad de las economías emergentes) como de la inversión en el sector energético. Así, el PIB crecería el 2,5% en 2015 y 2016.

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la reacción de la FED y el inicio de la primera subida de la tasa de interés de política monetaria, que se produciría en diciembre. En cualquier caso, la senda de incremento de esta tasa se percibe que será muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%.

## China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un shock financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre la financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio y los recortes progresivos de las tasas de interés se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tasas de interés) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no se ubique por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento en el 6,9% y 6,2% en 2015 y 2016.

## Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. El PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior) por el relanzamiento de Italia y Francia. La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro parecería impulsar al BCE a la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como ha anticipado.

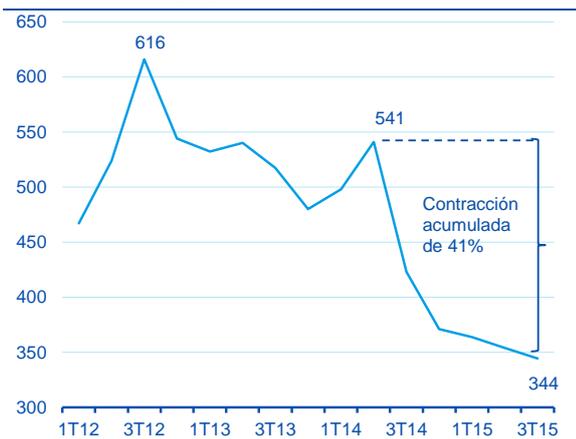
### 3 Paraguay: crecimiento por encima de 3% para 2015 y 2016

El deterioro del entorno internacional afectó la actividad económica local, la que se desaceleró en el primer semestre debido a las menores ventas al exterior

El entorno internacional relevante para la economía paraguaya continuó deteriorándose en los últimos meses. El precio de la soja, el principal producto de exportación del país, siguió disminuyendo (para mayor detalle, ver el Recuadro 1. Precio de materias primas: soja y petróleo), con lo que desde mediados del año pasado acumula un descenso de más de 40%<sup>1</sup> (ver Gráfico 3.1). A ello se sumó la debilidad de Brasil (en el primer semestre se contrajo 2%, ver Gráfico 3.2), el principal socio comercial de Paraguay, a donde se orienta alrededor de 30% de las exportaciones. Y por último, la proximidad del inicio del ciclo alcista de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos indujo un incremento de la percepción de riesgo de las economías emergentes, salidas de capitales de esos países, y depreciaciones de sus monedas.

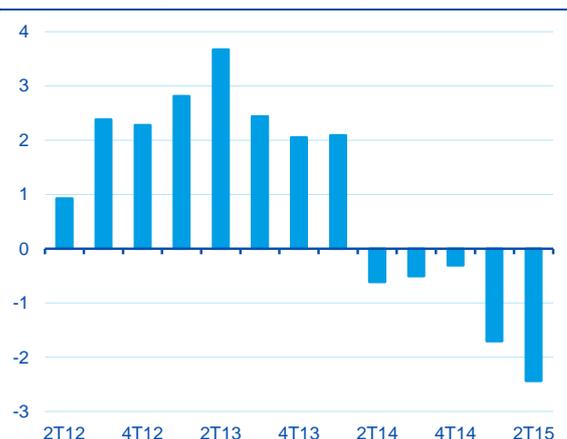
En este contexto, la actividad económica avanzó 3,3% interanual durante el primer semestre, debajo del ritmo de la segunda mitad del año pasado, debido a la menor producción agrícola (20% del PIB total) que prácticamente se estancó (los sostenidos descensos en los precios de los productos agrícolas, en especial la soja, frenan la confianza empresarial, la inversión y la producción). Además, se registraron algunos factores de oferta puntuales como menores caudales de agua en las hidroeléctricas que afectaron la producción de electricidad (la producción de energía y agua cayó 3,0% en el primer semestre). Todo esto, por el lado del gasto, se reflejó en el desempeño de las exportaciones, que se contrajeron 3,3% en la primera mitad del año y restaron en torno a 2 p. p. al crecimiento del PIB (soja y electricidad pesan en conjunto alrededor del 45% del total exportado).

Gráfico 3.1  
Precio de la Soja (USD/ton.)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.2  
PIB de Brasil (Var. % interanual)



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

#### ...sin embargo, la demanda interna continuó dándole soporte al producto

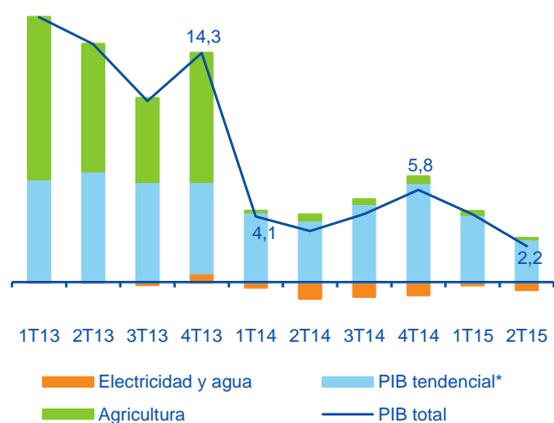
La medida más tendencial del PIB (que excluye agricultura y electricidad y agua) se expandió 5,0% interanual y siguió dándole soporte a la actividad en el primer semestre (ver Gráfico 3.3). Destacó el crecimiento del sector

1: Si bien la reciente caída del precio internacional del crudo ha ayudado a frenar el costo de las importaciones (el país importa todas sus necesidades de combustibles), esto no es suficiente para compensar el impacto de la caída continua en el precio de la soja.

construcción (10%), ante la continuidad de importantes obras del sector privado como edificios corporativos, centros de compras, viviendas y hoteles; y de la industria y minería (7,7%), impulsada por rubros vinculados a la elaboración de lácteos, aceites, las molinerías y panaderías. Ello es consistente por el lado de la demanda interna (que creció 4,3%, un punto más que el producto, ver Gráfico 3.4), en donde la formación bruta de capital se expandió 4,9% y aportó así 1,1 puntos porcentuales al crecimiento del PIB, y el consumo total, 3,7%.

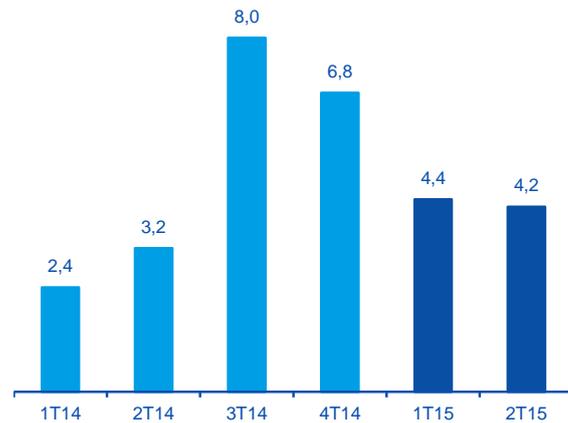
Cabe indicar que si bien el PIB tendencial continuó expandiéndose en el segundo trimestre, también mostró un ritmo de avance mucho más moderado (luego de presentar un crecimiento del 6,3% en los primeros tres meses del 2015, avanzó solo 3,8% en el segundo trimestre). En especial, se observó una desaceleración en la construcción, que pasó de tasas de 15% a 5%, debido a condiciones climáticas desfavorables que afectaron la normal ejecución de obras, y en el sector servicios (43% del PIB total), que creció 3,6%, inferior en casi dos puntos porcentuales respecto al primer trimestre, ante el menor dinamismo de las ventas en las ciudades fronterizas por la debilidad económica de los principales países vecinos (sobre todo Brasil) y la marcada depreciación de sus monedas.

Gráfico 3.3  
**Contribución al PIB por sectores**  
(Puntos porcentuales, var. % interanual)



\* Excluye agricultura y electricidad y agua.  
Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.4  
**Demanda interna sin inventarios**  
(Var. % interanual)

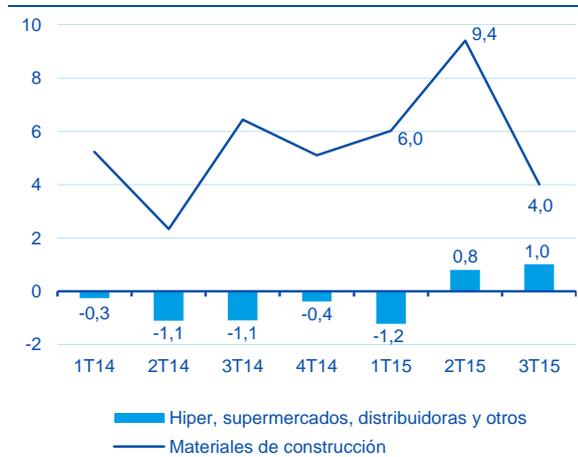


Fuente: BCP y BBVA Research

## En este contexto, prevemos un crecimiento del PIB de 3,2% en 2015, aunque con riesgo a la baja

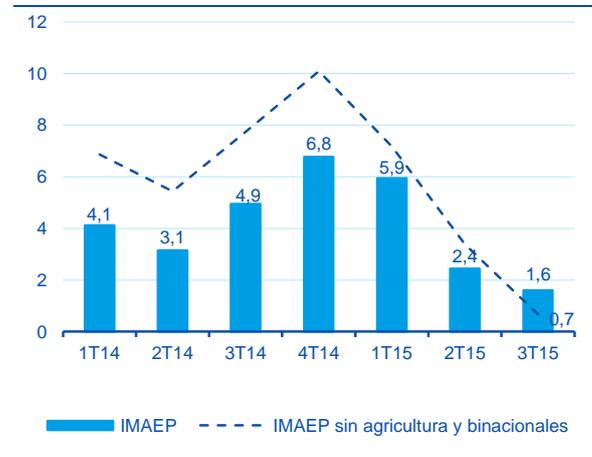
Nuestro escenario central considera que el producto empezará un proceso de recuperación gradual hacia fines del presente año; en especial, en agricultura (en el tercer trimestre, los volúmenes de envíos de productos agrícolas como trigo, maíz, arroz y soja crecieron 20%, el primer resultado positivo en 6 trimestres), energía y construcción (ante la reversión de principales choques de oferta que afectaron la primera parte del año). De esta manera, el PIB se expandirá 3,2% en el 2015. Sin embargo, algunos datos adelantados sugieren que la actividad, sobre todo la parte más tendencial, habría continuado mostrando debilidad en el tercer trimestre (ver Gráfico 3.5), lo que imprime un sesgo a la baja a nuestra proyección. El IMAEP (indicador que refleja muy de cerca la evolución del PIB) creció 1,6% en el tercer trimestre, y sin agricultura y binacionales solo avanzó 0,7% (ver Gráfico 3.6).

Gráfico 3.5  
Indicadores de actividad económica  
(Var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.6  
PIB trimestral (Var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

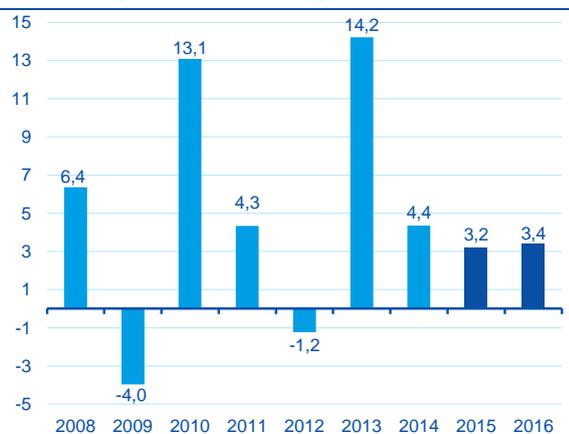
## Para 2016, en un contexto aún retador, prevemos un crecimiento de 3,4%

El escenario para el 2016 será complejo y estamos considerando los siguientes elementos para nuestras previsiones:

- Por el lado externo:
  - (i) Precio de la soja relativamente estable. Los efectos de una menor oferta mundial serían compensados por una demanda internacional más débil, principalmente, de China.
  - (ii) Menor deterioro de la economía brasileña en 2016, condicionado fuertemente por el inmovilismo político y los ajustes por hacer en el plano fiscal. Para el caso de Argentina (socio comercial que explica cerca del 9% de las exportaciones), si bien la dinámica futura será muy dependiente de la confianza de los agentes ante el nuevo gobierno entrante en diciembre, estimamos una expansión de 1,4%, semejante al año previo.
  - (iii) Una mayor gradualidad en el ajuste de la tasa de la FED, en un contexto en el que hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento para Estados Unidos. No obstante, el proceso normalización monetaria en este país seguirá rodeado de incertidumbre lo que anticipa episodios de volatilidad en los mercados financieros locales, los que, si son persistentes, podrían tener impactos reales.
- Por el lado local:
  - (i) Las obras de infraestructura tendrán un impacto más sensible.
  - (ii) Gasto de gobierno consistente con la regla fiscal.

Tomando esto en cuenta, para el 2016 proyectamos una ligera aceleración del crecimiento a 3,4% (ver Gráfico 3.7), aunque menor a la que preveíamos en nuestro reporte de julio (3,9%). La demanda interna (3,7%) volverá a ser el principal motor de crecimiento (ver Tabla 3.1), y será impulsada en especial por mayores niveles de inversión tanto privada como pública (la formación de capital total aportará 1,2 puntos porcentuales al crecimiento del año).

Gráfico 3.7

**PIB anual (Var. % interanual)**


Fuente: BCP y BBVA Research

Tabla 3.1

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

	2013	2014	2015	2016
Demanda interna	7,6	5,7	3,6	3,7
Consumo*	4,7	4,4	3,4	3,0
Formación bruta de capital**	20,2	10,6	4,5	6,0
Exportaciones	18,4	0,9	-1,5	1,5
Importaciones	6,8	2,8	-1,2	1,8
<b>PIB</b>	<b>14,2</b>	<b>4,4</b>	<b>3,2</b>	<b>3,4</b>

\*Considera consumo privado y público

\*\* Considera la inversión bruta fija e inventarios.

Fuente: BCP y BBVA Research

A los proyectos de infraestructura que ya están en marcha o en agenda (como mejoramiento de rutas, carreteras, caminos vecinales, entre otros), se sumarán nuevos proyectos a desarrollarse bajo el esquema de Asociación Público Privadas (APP), lo que permitirá darle sostenibilidad al crecimiento (ver Tabla 3.2). Por ejemplo, la Ampliación de la ruta 2 y 7 (USD 415 millones), fue llamada a licitación en setiembre de este año y su ejecución se prevé hacia el segundo semestre del 2016. Cabe destacar que la inversión en infraestructura, además de favorecer la diversificación sectorial de la inversión total haciéndola menos volátil a los precios de las materias primas, genera importantes externalidades positivas y un impacto directo y generalizado sobre el bienestar de la sociedad. En este contexto, estimamos que la inversión total respecto al producto se situará en 17,5% en el 2016, recuperando los niveles que tenía en 2011 (17,1% del PIB).

Tabla 3.2

**Proyectos APP aprobados o en estudio\* (USD millones)**

Estado	Proyecto	Monto preliminar (USD millones)
<b>Iniciativas Públicas</b>		<b>1.446</b>
Aprobado	Ampliación de rutas 2 y 7	415
	Modernización total del Aeropuerto Silvio pettirossi	147
En estudio	Rehabilitación, mejoramiento y ampliación de las rutas 1 y 6	684
	Dragado de apertura, señalización, operación y mantenimiento de la Hidrovía del río Paraguay	200
<b>Iniciativas Privadas</b>		<b>446</b>
En estudio y con cláusula de confidencialidad	6 proyectos	446
<b>Total</b>		<b>1.893</b>

\* La suma del valor de los proyectos se sitúa alrededor del 6,0% del PIB.

Fuente: DNCP y BBVA Research

En cuanto a la demanda externa, su aporte al crecimiento del año se mantendrá en un nivel neutral en la medida que se registrará un impulso de las exportaciones (1,5%), por la continuidad de la recuperación de los sectores primarios, pero también en las importaciones (1,8%), ante el efecto expansivo de los proyectos de infraestructura en la compra de bienes de capital e insumos (actualmente, las importaciones de insumos y bienes de capital vinculados a la construcción representan alrededor del 35% del valor importado total).

A partir del 2017, con una recuperación más marcada de la demanda externa que tendrá impactos sensibles no solo en los niveles de exportación sino también en la actividad comercial fronteriza (Brasil pasaría de la zona de contracción a expandirse entre 1% y 2%), y los proyectos de infraestructura en sectores como vialidad, agua y saneamiento y transmisión y distribución de energía eléctrica aún empujando la actividad (actualmente el valor conjunto de los proyectos en cartera, a ser concesionados a partir del 2016, supera los USD 1,000 millones), prevemos que el crecimiento de Paraguay se ubicará algo por encima del 4,2%. Cabe indicar que, debido a que el componente importado de los proyectos de infraestructura normalmente se concentra en los primeros años de ejecución, en este horizonte estos proyectos generarán un mayor impacto en el crecimiento del PIB.

## Para asegurar el crecimiento en el mediano plazo es fundamental focalizar avances en competitividad y productividad

Según el Índice de Competitividad Global publicado por el World Economic Forum (WEF) 2015-2016, Paraguay se ubica en el puesto 118, mejor en dos posiciones respecto al año previo pero aún deficiente si se compara con el resto de los 140 países del ranking. Un examen de los 12 factores comprendidos por el WEF demuestra que, principalmente, el avance de competitividad en Paraguay en el último año se ha dado en el campo del entorno macroeconómico, que ubica al país en el puesto 43, luego de haber permanecido en el 100. De hecho, el país posee un mejor entorno macroeconómico respecto al bloque Latinoamericano. No obstante, el WEF también muestra que, relativo a la región, el país se encuentra rezagado en aspectos importantes como el Suministro inadecuado de infraestructura física (calidad de carreteras e infraestructura de transporte aéreo), Innovación y Educación superior y capacitación (ver Gráfico 3.8).

Por su parte, de acuerdo al Doing Business 2016 (indicador de Facilidad de hacer negocios), el indicador Distancia a la frontera de Paraguay mostró una mejor posición relativa a sus pares del Mercosur (ver Gráfico 3.9). Sin embargo, el país se ubicó en el puesto 100, de 189 países del ranking, y retrocedió 5 puestos respecto al ranking previo. De un total de 10 indicadores, los mayores retrocesos se observaron en Apertura de una empresa (9 posiciones), Obtención de crédito (8 posiciones), Obtención de electricidad (4 posiciones) y Resolución de insolvencia (2 posiciones).

Con lo anterior, y aunque la estabilidad macroeconómica es un elemento diferenciador de la economía de Paraguay, es claro que para sostener un crecimiento económico en torno a 4,0% en el mediano plazo es fundamental la aplicación de medidas y/o reformas que permitan fortalecer la productividad y la competitividad del país. En este contexto, los principales retos deben estar focalizados en aplicación de medidas de política que busquen: i) fortalecer el capital humano y reducir la informalidad, ii) recortar la brecha de infraestructura y, iii) corregir la "tramitología" y reducir sobrecostos de la economía.

Garantizar el crecimiento sostenido es una condición necesaria para convertirse en un país de alto ingreso, pues el alto crecimiento de corto plazo no asegura el éxito de largo plazo. De acuerdo con Agénor, Canuto y Jelenic (2012)<sup>2</sup>, luego de un periodo inicial de rápido ascenso, muchos países en desarrollo han experimentado una rápida desaceleración en el crecimiento, cayendo en lo que se ha denominado "la trampa del ingreso medio"<sup>3</sup>. La lista de países que han sufrido esta desaceleración es sustancialmente larga. El Banco Mundial (2012) estima que de 101 economías de ingreso medio en 1960, al 2008 solamente 13 se convirtieron en economías de alto

2: Agénor, P., Canuto, O. y Jelenic, M. (2012), "Avoiding middle-income growth traps", Banco Mundial.

3: Gill y Kharas (2007) definen la "trampa de ingreso medio" como la declinación de las tasas de crecimiento históricas que impide a los países de ingreso medio dar el salto hacia el estatus de países de alto ingreso.

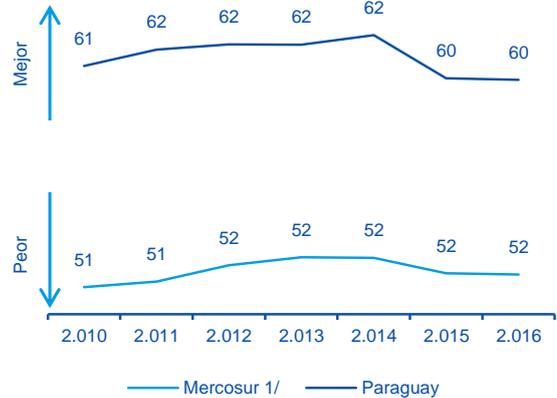
ingreso: España, Guinea Ecuatorial, Grecia, Hong Kong, Irlanda, Israel, Japón, Mauricio, Portugal, Puerto Rico, Corea del Sur, Singapur y Taiwán<sup>4</sup>.

Gráfico 3.8  
**Índice de Competitividad Global 2015-2016**  
(Índice entre 1 "peor" y 7 "mejor")



Fuente: World Economic Forum y BBVA Research

Gráfico 3.9  
**Doing Business: Distancia a la frontera\***  
(Índice entre 0 "peor" y 100 "mejor")



\* Brecha entre el desempeño de una economía en particular y el mejor desempeño a nivel global en cualquier punto en el tiempo.  
1/ No incluye Paraguay  
Fuente: Doing Business - Banco Mundial y BBVA Research

## Cuentas fiscales continuarán con resultados deficitarios

Si bien la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal (LTRF), que entró en vigencia este año, fija un límite para el déficit fiscal en 1,5% del PIB, nuestra previsión para el resultado fiscal del 2015 asume que el gobierno, a pesar de hacer ajustes para mantener el déficit dentro de los límites contemplados en la ley, no cumplirá el tope establecido.

Entre enero-julio el déficit fiscal se ubicó en PYG 752 mil millones, explicado fundamentalmente por los mayores gastos (12,0%) en relación a los ingresos (6,7%). Dentro del gasto, se observó un aumento en remuneraciones (9,4%) y en bienes y servicios (25,5%). Por su parte, los ingresos fiscales crecieron explicados por una mayor recaudación del impuesto a la renta (10,0%), pero también se observaron factores puntuales. De esta manera, prevemos que este año el déficit fiscal se ubicará alrededor de 2,0% del PIB (ver Gráfico 3.10), en un contexto donde se registrará un mayor gasto de capital (orientado a los proyectos de infraestructura priorizados por el gobierno) y una desaceleración de la recaudación ante el menor dinamismo de la economía.

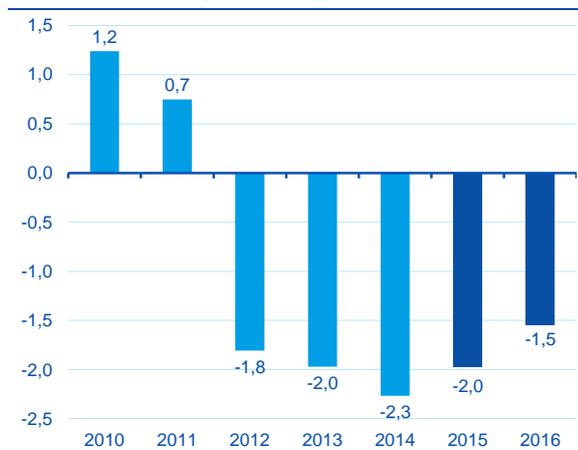
Hacia adelante estimamos una reducción paulatina del déficit de manera que se cumpla el tope de la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal, lo que ayudará a consolidar la credibilidad en la regla fiscal<sup>5</sup>.

En un escenario de déficit fiscales, entre el 2013 y 2014 se realizaron emisiones de deuda pública en los mercados internacionales (bonos por USD 500 millones y USD 1000 millones, respectivamente) para financiar los proyectos de infraestructura en los años siguientes. Prevemos que estas necesidades de financiamiento externo aún permanecerán latentes. De esta manera, se estima que la deuda del sector público (excluyendo al Banco Central) pasaría de 16% del PIB en 2014 a más de 20% en el 2016 (ver Gráfico 3.11) y se estabilizará alrededor del 25% a partir de 2018. Si bien este aumento del ratio de deuda pública sería rápido, no revela el inicio de una dinámica creciente que afecte la sostenibilidad de las finanzas públicas porque en adelante se espera que los proyectos de infraestructura se realicen bajo la modalidad de APP.

4: Banco Mundial (2012), "China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society".

5: No obstante, en la medida que se ejecute una mayor inversión pública, existe el riesgo que el déficit sea mayor y supere el tope establecido por la regla.

Gráfico 3.10  
Resultado fiscal (% del PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.11  
Deuda pública (% del PIB)

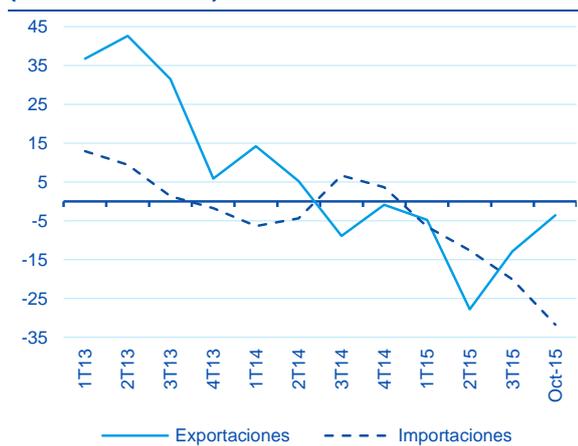


Fuente: FMI y BBVA Research

## Déficit externo se corregirá y será financiado en su mayoría por capitales de largo plazo

En el periodo enero-octubre 2015, la balanza comercial registró un superávit de US\$ 1 089 millones en un contexto donde tanto exportaciones como importaciones descendieron alrededor de 15% (ver Gráfico 3.12). A nivel de grupos de productos, las importaciones que más cayeron fueron insumos (-18,4%, por el menor precio del petróleo) y bienes de capital (-16,3%). Por su parte, el valor de las exportaciones se contrajo ante los menores envíos de soja y derivados (-26,2%), carne (-14,9%) y energía eléctrica (-3,1%); que en conjunto representan el 57% de las exportaciones totales (ver Tabla 3.3).

Gráfico 3.12  
Exportaciones e importaciones registradas  
(Var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

Tabla 3.3  
Balanza Comercial (Millones de USD)

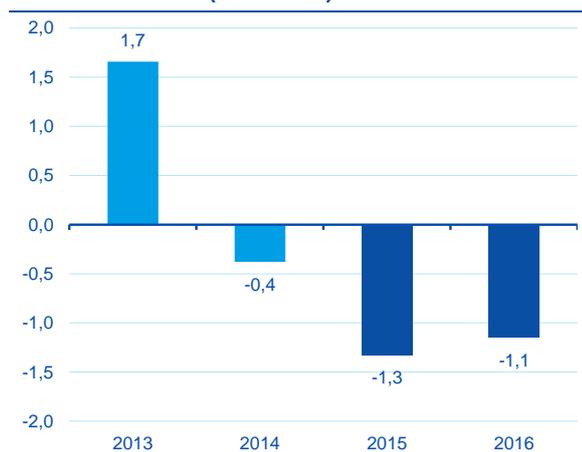
	enero - octubre				Var. %
	2013	2014	2014	2015	
<b>Exportaciones totales</b>	<b>13.605</b>	<b>13.116</b>	<b>11.433</b>	<b>9.701</b>	<b>-15,1</b>
Exportaciones registradas	9.456	9.636	8.544	7.264	-15,0
Reexportaciones	4.065	3.455	2.869	2.349	-18,1
Otros	84	25	20	88	334,5
<b>Importaciones totales</b>	<b>11.942</b>	<b>12.079</b>	<b>10.081</b>	<b>8.613</b>	<b>-14,6</b>
Importaciones registradas	11.302	11.299	9.420	7.953	-15,6
Otros	640	780	661	660	-0,2
<b>Balanza Comercial</b>	<b>1.662</b>	<b>1.037</b>	<b>1.352</b>	<b>1.089</b>	<b>-19,5</b>

Fuente: BCP y BBVA Research

En este escenario, se ha revisado ligeramente la proyección del déficit en cuenta corriente a 1,3% del PIB para el 2015 (desde un déficit de 1,4% del PIB en julio) ante menores precios de importación, por el precio del petróleo, y egresos como renta de factores, por las inferiores utilidades de las empresas extranjeras (ver Gráfico 3.13). Para el periodo 2016/19 nuestras previsiones consideran una reducción paulatina del déficit externo (en promedio ascendería a -0,4% del PIB), ante la recuperación de las exportaciones, especialmente de energía, y la demanda de Brasil por productos paraguayos.

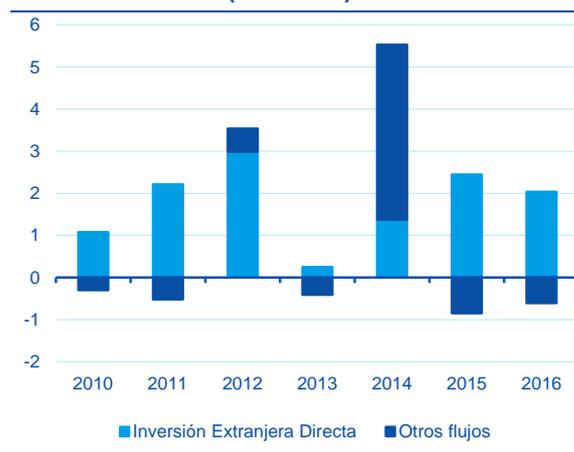
Respecto a las fuentes de financiamiento, en el primer semestre de 2015 se registraron flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) de 2,3% del PIB. Se espera que estos flujos continúen en los próximos trimestres y así la IED del año (como porcentaje del PIB) se sitúe en un nivel semejante al primer semestre, lo que permitirá más que financiar el déficit externo. En los próximos años, se estima que la IED hacia el país continúe favorecida por los proyectos de infraestructura que brindarían una oportunidad a la entrada de este tipo de financiamiento (Ver Gráfico 3.14).

Gráfico 3.13  
**Cuenta corriente (% del PIB)**



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.14  
**Cuenta Financiera (% del PIB)**

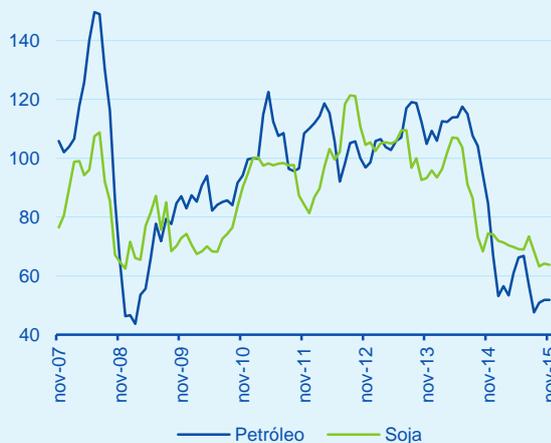


Fuente: BCP y BBVA Research

### Recuadro 1. Precio de materias primas: soja y petróleo

La economía mundial sigue creciendo pero a un menor ritmo, en especial los países emergentes. En este contexto, se mantiene la incertidumbre a largo plazo sobre China, el principal demandante de materias prima a nivel mundial. Por su parte, los tipos de cambio continúan depreciándose en la mayoría de países, por el deterioro de los fundamentales (internos y externos) y por el inicio de las subidas de tipos de interés por parte de la Fed. Todo esto imprime un sesgo a la baja a los precios de las materia primas (la incertidumbre sobre China y el fortalecimiento de la moneda norteamericana se mueven de manera inversa con el precio de materias primas). Así, en lo que va del año se han registrado fuertes contracciones en la cotización de materias primas importantes para Paraguay como la soja y el petroleo (Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1  
**Cotización internacional del petróleo y la soja (Índice enero 2011 =100)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

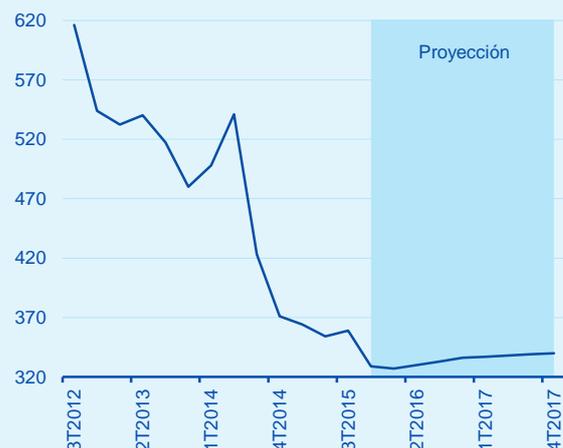
Cabe indicar que, según el FMI, aunque la caída del precio del crudo tiene efectos positivos en el PIB, pues ayuda a frenar el costo de las importaciones, esto no es suficiente para compensar el impacto negativo de la caída continua del precio la soja, el mayor producto de exportación del país.

### Soja

El precio de la soja se ubica actualmente en torno a USD/TM 325, y acumula una contracción alrededor de 14% entre fines del año pasado y noviembre 2015. Esta tendencia a la baja en la cotización está fundamentada, principalmente, en la menor demanda de China (más de 60% de la demanda mundial de soja) y la buena cosecha registrada en EE.UU (33% de la oferta mundial). Hacia el cierre del año esperamos que los precios se mantengan en torno a los niveles actuales.

En adelante, prevemos que el precio de la soja se mantenga relativamente estable (o con una ligera tendencia creciente), en un contexto donde los ajustes de oferta (los menores márgenes de ganancias ante la debilidad del precio inciden negativamente en el área cultivada) se compensen marginalmente con los efectos de una demanda más débil, especialmente de China. Así, esperamos que el precio se mantenga en torno a USD/TM 330 gran parte del 2016 y converja a los USD/TM 340 hacia finales de 2017 (Gráfico R.1.2).

Gráfico R.1.2  
**Cotización internacional de la soja (USD/TM)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## Petróleo

Actualmente, el precio del petróleo se ubica en torno a USD/bar 45, registrando una contracción acumulada de 25% entre diciembre 2014 y noviembre 2015. Estos menores niveles se relacionan con una mayor oferta ante la persistencia de los inventarios, la resiliencia mostrada por los productores de Shale Oil en EE.UU., la mantención de cuotas de producción de la OPEP y las expectativas de aumento de exportaciones desde Irán e Irak. En tanto, la menor demanda mundial, en especial por parte de China, en un entorno de preocupaciones por la volatilidad financiera y las dudas acerca de su crecimiento, acentuaron la caída del precio. Hacia fin de año, prevemos que se mantengan los niveles actuales del precio del petróleo, con lo cual se registraría un nivel promedio de USD/bar 50.

En adelante estimamos que el precio del petróleo se recuperará gradualmente y convergerá a un nivel de largo plazo de alrededor de USD/bar 65 en 2017 (ver Gráfico R.1.3). La recuperación se dará por mejora de la demanda global y una menor oferta en un contexto de precios bajos, lo que inducirá a un mejor balance entre demanda y oferta. Además, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente también tendrán influencia en la cotización del crudo.

Gráfico R.1.3

### Cotización internacional del petróleo (USD/bar)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## 4 Menor depreciación de la moneda con episodios de volatilidad

El tipo de cambio promedio de cierre al mes de noviembre fue PYG/USD 5 636, acumulando una depreciación cercana a 21% respecto al nivel de fines del año pasado. Estas presiones están asociadas al entorno internacional (ajuste de la tasa de la FED, incertidumbre sobre Brasil, China y Europa, entre otros) y se espera que se mantengan durante lo que queda del 2015. Cabe indicar que, en el contexto de mayor deterioro de la moneda y de expectativas de aumento futuro de la tasa de interés internacional, se ha registrado un incremento en la dolarización de los depósitos bancarios en moneda extranjera que en octubre alcanzó el 48% del total de depósitos (ver Gráfico 4.1), el mayor nivel desde fines del 2006.

En función a lo mencionado, nuestra previsión actual del tipo de cambio para fines de 2015 es PYG/USD 5 750, superior a lo esperado en julio (PYG/USD 5 400). En adelante, prevemos que el tipo de cambio se deprecie a un ritmo mucho más lento, como reflejo del debilitamiento de fundamentos (caída en los términos de intercambio y debilitamiento de la posición fiscal), en un escenario donde el tipo de cambio ya ha incorporado, gran parte, del ajuste esperado en la tasa de la FED. De esta manera, la moneda norteamericana bordeará los PYG/USD 6 000 a finales de 2016 (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1  
Dolarización de los depósitos (%)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 4.2  
Tipo de Cambio Nominal (PYG por dólar)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

## 5 Inflación contenida dentro del rango meta del BCP

En noviembre los precios al consumidor subieron 0,4% mensual. De esta manera, la inflación interanual se ubicó en 2,9% (ver Tabla 5.1), debajo del centro del rango meta establecido por el BCP (4,5%). A lo largo del año, han incidido favorablemente en el resultado del IPC algunos factores de oferta puntuales (producción récord de trigo y exceso de producción láctea favorecida por el clima) y las bajas cotizaciones internacionales de los cereales, que se reflejaron en los menores precios de los alimentos (carne y productos derivados de los cereales principalmente). Por su parte, contrarrestaron en el agregado los aumentos en otros componentes de la canasta del IPC que están más estrechamente ligados a la evolución del tipo de cambio como son los bienes importados<sup>6</sup> (con excepción de los combustibles, que continuaron cayendo). En este contexto, hemos ajustado nuestro pronóstico de inflación a 3,6% para el 2015, desde un 4,3% esperado en julio. Nuestra estimación se mantiene en línea con el consenso del mercado (3,7%, según la encuesta sobre Expectativas de Variables Económicas de noviembre).

Para los siguientes meses proyectamos que la inflación continuaría situándose en torno al rango medio de la meta establecida por el BCP (ver Gráfico 5.1). En particular, la brecha del producto ligeramente negativa, las expectativas de inflación alineadas con la meta y los aún bajos precios internacionales de las materias primas (especialmente los importados por Paraguay como petróleo y alimentos) compensarán parcialmente la depreciación de la moneda y la reversión de los choques de ofertas observados durante el 2015. De esta manera, se espera que la inflación se acelere hacia mediados del próximo año pero sin comprometer el cumplimiento del objetivo del BCP. Hacia fines del 2016 la inflación se situaría en 4,6%, semejante al promedio de las expectativas de los demás agentes económicos.

Tabla 5.1  
Inflación (Var. % interanual)

Rubros	1T15	2T15	3T15	Oct 15	Nov 15
Bienes no transables	4,2	4,0	4,1	4,1	4,0
Productos nacionales	2,9	2,4	2,6	2,6	2,3
<b>Índice General</b>	<b>3,1</b>	<b>2,6</b>	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>2,9</b>
Subyacente	2,2	2,0	2,5	2,8	2,8
Frutas y verduras	14,1	9,5	21,5	8,4	8,4
Servicios tarifados	-0,8	-1,5	-0,7	-0,6	-0,6
Combustibles	-9,0	-12,9	-12,1	-13,0	-13,0

Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 5.1  
Inflación (Var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

6: Cabe indicar que, si bien el guaraní se ha depreciado respecto al dólar, las depreciaciones de la moneda brasileña y argentina han sido mucho mayores. Esto implica finalmente una apreciación (nominal y real) del guaraní frente a estas monedas que también constituye un factor a la baja sobre la inflación local.

## 6 Las tasas de interés de mercado convergen a la de política monetaria

Actualmente, la tasa de política monetaria se mantiene en 5,75% (ver Gráfico 6.1) en un contexto donde la inflación y las expectativas siguen en línea con la meta (ver Gráfico 6.2). Si bien persiste una moderación de la actividad económica, el Banco Central de Paraguay continúa expectante a lo que pueda suceder en los siguientes trimestres en el frente externo.

En adelante, nuestra previsión considera que el Banco Central mantiene la tasa en 5,75 hasta fines del 2016. Esto toma en cuenta que las expectativas permanecerán ancladas en 4,5%, a pesar de la perspectiva de ajuste de la tasa de la FED y su efecto sobre el tipo de cambio. Hacia adelante, esperamos un aumento gradual de la tasa de política monetaria, en línea con la aceleración del crecimiento.

Gráfico 6.1

### Tasa de política monetaria (%)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 6.2

### Expectativa de inflación (Var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

## 7 Recesión mayor en Brasil es la principal fuente de riesgo a la baja

---

Desvíos en la evolución considerada en nuestro escenario base para diversas variables claves por el lado externo y local podrían configurar un entorno más desafiante para la economía paraguaya en los próximos meses. No obstante, es importante señalar que Paraguay cuenta con fortalezas para acotar los potenciales impactos de escenarios más adversos.

### Por el lado externo, una recesión más intensa y prolongada de Brasil afectaría sensiblemente el crecimiento de Paraguay...

El principal riesgo a la baja sobre la proyección de PIB es un mayor deterioro que el anticipado de la economía brasileña. Brasil es el principal mercado para las exportaciones paraguayas con alrededor de 30% de las exportaciones registradas (esta participación se incrementa sustancialmente si se incluyen las reexportaciones). De acuerdo a nuestras estimaciones, 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 paraguayo.

### ...además, una desaceleración más marcada de China afectaría los precios de la soja y a Brasil

Nuestro escenario base considera que el proceso de moderación del crecimiento en China hacia niveles sostenibles, así como el rebalanceo entre sus motores de crecimiento por el lado de la demanda (menor inversión versus más consumo), será gradual y ordenado. No obstante, las fragilidades financieras que están aflorando en China han generado dudas acerca de la fortaleza de su crecimiento o sobre su capacidad para sostener tasas cercanas al 6%. En este contexto, un crecimiento más bajo de China incidiría negativamente sobre la economía paraguaya a través de una vía directa, reflejo de caídas más pronunciadas y persistentes de los precios de las materias primas que exporta (principalmente soja), y una indirecta, por una demanda externa más débil en Brasil, que fuertemente expuesto a los choques en China (para mayor detalle, ver el Recuadro 2. ¿Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre Paraguay?).

### También, el próximo ajuste de la FED sigue generando incertidumbre

La incertidumbre que viene rodeando el inicio del proceso de normalización de la tasa de la FED, y la velocidad con que se ajustará, ha inducido episodios de volatilidad en los mercados financieros emergentes. Las sorpresas en los datos de actividad en EE.UU, o un cambio en la percepción de las intenciones de la FED, han generado reacomodos en los portafolios de los inversionistas que se han reflejado en cambios en los precios de los activos y monedas de las economías de Asia y América Latina. Sin embargo, lo que podría generar desvíos importantes en la evolución de la actividad global es el proceso de asimilación en los mercados por el ajuste de la tasa de la FED. Así, por ejemplo un incremento más rápido de la tasa de los fondos federales, que no esté descontado, inducirá un nuevo reacomodo de los portafolios a nivel global, en los que se favorecerá las tenencias de activos en dólares. Bajo este escenario se esperaría mayores presiones al alza sobre el tipo de cambio, así como un incremento de las primas por riesgo, por lo tanto, de los costos de financiación. También, bajo este escenario no se descarta un mayor fortalecimiento del dólar que genere una presión a la baja adicional, de corto plazo, sobre los precios de las materias primas, y ajustes al alza en los niveles de precios. En el caso que estas presiones sobre los mercados financieros locales y la moneda de Paraguay sean persistentes (y se traduzcan en un endurecimiento de condiciones financieras, efectos hoja de balance, etc.), los impactos reales serían más sensibles y el crecimiento sería menor.

## Por el lado local, una aceleración en los proyectos de infraestructura desviaría al alza la previsión de crecimiento económico

Entre los factores locales que desviarían al alza la previsión de crecimiento tenemos 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.

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 (factores externos a la baja y locales al alza), los riesgos sobre la previsión de PIB están balanceados.

## Recuadro 2. ¿Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre Paraguay?

### Un escenario de riesgo para China: desaceleración persistente

Si bien nuestro escenario central supone que las autoridades continuarán apoyando un crecimiento no menor al 6% anual, resulta relevante explorar el efecto de una brusca y persistente desaceleración en China, que lleve a un crecimiento significativamente por debajo de esas cotas.

Este escenario podría ser el resultado, por ejemplo, de una excesiva presión sobre el sistema bancario paralelo o de un brusco endurecimiento del mercado interbancario, como en junio de 2013, que pudiera llevar a una crisis financiera y una caída de la confianza, tanto de los consumidores como del sector corporativo. Como resultado de este shock, se podría producir un desplome del consumo por una desaceleración de la renta disponible. Sin embargo, el impacto principal se produciría sobre la inversión por la inestabilidad financiera y la disminución del apetito por el riesgo. Este debilitamiento de la demanda interna podría lastrar el crecimiento a tasas de alrededor de 4%, en lugar del 6% del escenario central (ver Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1  
**China: Producto interno bruto (Var. % interanual)**



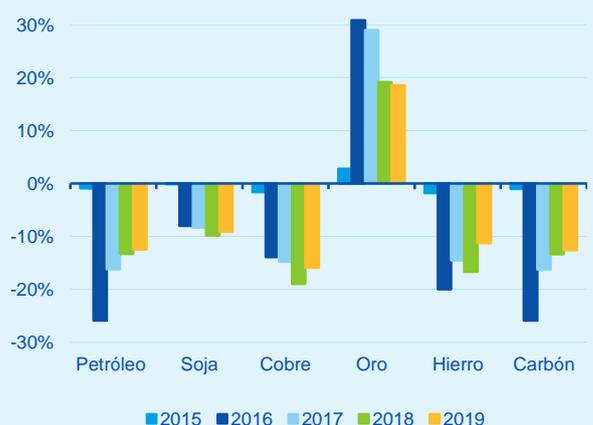
Fuente: FMI y BBVA Research

### Un shock negativo sobre el crecimiento en China: los canales de transmisión

El escenario de riesgo descrito anteriormente afectaría a Paraguay a través de dos canales principales: (i) a través de una vía directa, reflejo de caídas más pronunciadas y persistentes de los precios de las materias primas<sup>7</sup> (ver Gráfico R.2.2), entre ellos la soja ya que China representa más de 60% de la demanda mundial, y (ii) una indirecta, por una demanda externa más débil en Brasil (fuertemente expuesto a los choques en China).

En este contexto, el ritmo de expansión de Paraguay registraría una corrección a la baja (ver Gráfico R.2.3). A nivel de sectores, habría impactos sensibles en la parte agrícola (por menores márgenes en soja que inducen a reducir el área cultivada) y en el sector servicios (por menor dinamismo del subsector comercio, en especial el fronterizo con Brasil). El efecto negativo también se observará en la industria, especialmente la maquila orientada al mercado brasileño.

Gráfico R.2.2  
**Efecto sobre el precio de las principales materias\* (% de diferencia respecto al escenario base)**



\*Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China  
Fuente: BBVA Research

7: Cabe mencionar que, los precios de las materias primas energéticas (como petróleo) también se verían fuertemente afectados, lo cual beneficiaría a Paraguay.

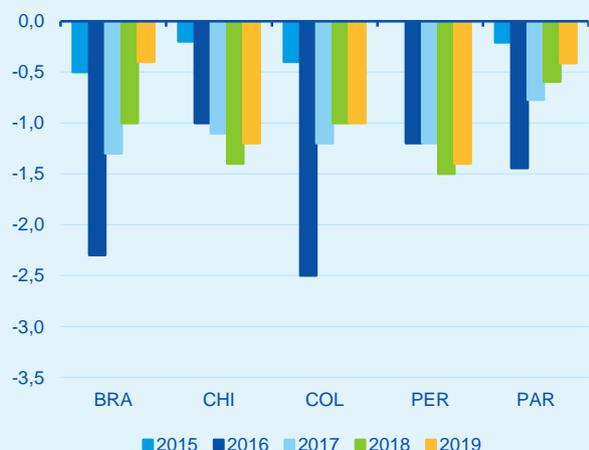
Por el lado del gasto, los principales impactos se registrarán en: (i) exportaciones, especialmente soja, ante la menor producción, y maquila y reexportaciones por la mayor debilidad de la demanda de Brasil; (ii) inversión, ante el aumento del tipo de cambio (encarece el precio en guaraníes de la maquinaria, equipos, e insumos importados) y menor reinversión de utilidades de empresas extranjeras, especialmente las agrícolas y las orientadas a atender la demanda interna; (iii) consumo, debido a una menor generación de empleo y mayor costo de financiamiento. Además, las familias no suavizarían su consumo porque el shock negativo es permanente sobre el nivel del PIB y sobre su tasa de crecimiento; e (iv) importaciones, en línea con la menor demanda interna, especialmente inversión, y depreciación de la moneda local.

Por el lado fiscal, se cuenta con cierto espacio para implementar políticas fiscales contracíclicas (al menos inicialmente) que moderarían el impacto inicial; sin embargo, actualmente se busca consolidar la credibilidad en la regla fiscal, la cual solo permite un déficit de 3% en caso de emergencia nacional, crisis internacional o caída de la actividad económica interna. En este contexto, es mucho más complicado implementar políticas fiscales contracíclicas considerando, además, la naturaleza permanente del choque.

Por el lado externo, la fuerte reducción de la demanda interna más que compensaría el deterioro de la demanda externa y de los términos de intercambio, lo que haría que el déficit exterior disminuya con respecto al escenario base.

Cabe mencionar, que se ha replicado este escenario de riesgo para otras economías de la región, lo que permite hacer una comparación de cuáles se verían más comprometidas. Los resultados de este ejercicio de simulación demuestran que la mayoría de países de la región se ven afectados en más de 1 p.p. ante un shock proveniente de China. Brasil y Colombia serían los países más afectados, al estar fuertemente expuestos a China. Además, en el caso de Brasil, debido a que enfrentaría el shock con fundamentos muy debilitados y por la necesidad de continuar con el ajuste fiscal. De este modo, en el escenario de riesgo Brasil enfrentaría una fortísima recesión en 2016 (más profunda que la ya incorporada en nuestro escenario base); lo cual lastraría el crecimiento en Paraguay que se reduciría alrededor de 1,4 puntos porcentuales en 2016 con respecto al escenario base (por lo que la expansión del PIB se ubicaría en 2,0%, menor al 3,4% proyectado en el escenario base).

Gráfico R.2.3  
**Impacto sobre el crecimiento**  
(Diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

## 8 Tablas

Tabla 8.1

**Previsiones macroeconómicas**

	2012	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	-1,2	14,2	4,7	3,2	3,4
Inflación (% a/a, fdp)	4,0	3,7	4,2	3,6	4,6
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	4 285	4 603	4 669	5 750	5 980
Tasas de interés (% fdp)	5,50	6,00	6,75	5,75	5,75
Consumo Privado (% a/a)	2,8	4,6	4,4	3,0	3,0
Consumo Público (% a/a)	21,0	5,3	4,4	6,0	3,0
Inversión (% a/a)	-13,5	20,2	10,6	4,5	6,0
Resultado Fiscal (% PIB)	-1,8	-2,0	-2,3	-2,0	-1,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,0	1,7	-0,4	-1,3	-1,1

Fuente: BCRP y BBVA Research

Tabla 8.2

**Previsiones macroeconómicas**

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de Interés (%, fdp)
T1 13	16,5	1,2	4 029	5,50
T2 13	14,8	1,7	4 499	5,50
T3 13	11,3	3,2	4 460	5,50
T4 13	14,3	3,7	4 603	6,00
T1 14	4,1	6,1	4 490	6,75
T2 14	3,2	6,4	4 434	6,75
T3 14	4,2	4,1	4 500	6,75
T4 14	5,8	4,2	4 669	6,75
T1 15	4,2	2,6	4 799	6,50
<b>T2 15</b>	2,2	2,5	5 144	6,00
<b>T3 15</b>	3,1	3,7	5 591	5,75
<b>T4 15</b>	3,1	3,6	5 750	5,75
<b>T1 16</b>	2,6	5,2	5 780	5,75
<b>T2 16</b>	4,7	4,7	5 814	5,75
<b>T3 16</b>	3,6	4,7	5 851	5,75
<b>T4 16</b>	2,9	4,6	5 980	5,75

Fuente: BCRP y BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Perú

**Economista Jefe de Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com  
+51 1 2112042

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Yalina Crispin  
Yalina.crispin@bbva.com

Vanessa Belapatiño  
Vanessa.belapatiño@bbva.com

Ismael Mendoza  
Ismael.mendoza@bbva.com

Marlon Broncano  
Marlon.broncano@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de Economías Desarrolladas**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

*España*

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

*Europa*

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

*Estados Unidos*

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

*Argentina*

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

*Chile*

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

*Colombia*

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

*Perú*

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

*Venezuela*

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@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

*Regulación Digital*

Álvaro Martín  
alvarojorge.martin@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Perú**

Av. República de Panamá 3055  
San Isidro  
Lima 27 - Perú  
Tel: + 51 1 2112042  
E-mail: bbvaresearch\_peru@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)