

Situación Paraguay

Segundo Trimestre 2012
Análisis Económico

- **Economía global se recupera, pero riesgos continúan latentes**, el recrudecimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global.
- **América Latina crecerá 3,7% en 2012 y 3,8% en 2013** impulsada por la demanda interna y los altos precios de las materias primas.
- **Paraguay se contraerá un 0,5% en 2012**, como consecuencia de la sequía y de la fiebre aftosa, pero se espera una recuperación en 2013. Se afectarán principalmente las exportaciones y la cuenta corriente.
- **La política fiscal expansiva suavizará el impacto del shock externo**. Se espera una fuerte reducción del superávit fiscal con posible financiamiento interno.
- **La inflación se mantendrá acotada en el rango objetivo**, dando espacio a una política monetaria expansiva durante el 2012.
- **El tipo de cambio se depreciará paulatinamente** frente al dólar en 2012 y 2013.
- **El riesgo exterior de una mayor crisis en Europa** tendría un impacto significativo en Paraguay.

Índice

1. Economía global se recupera, pero riesgos continúan latentes.....	3
2. Paraguay se contraerá en el 2012.....	6
3. Perspectivas y Riesgos.....	10
4. Tablas.....	11

Fecha de cierre: 17 de mayo de 2012

1. Economía global se recupera, pero riesgos continúan latentes

El crecimiento global se recuperará gradualmente, con diferencias entre las principales áreas

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicadas hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona del euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías en el horizonte 2012-2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

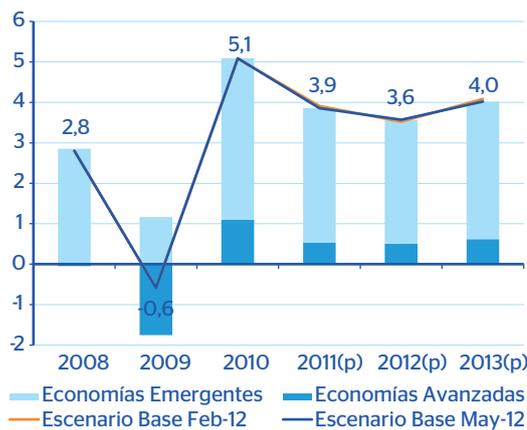
Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina –disminución en la primera, pero estable en la segunda– condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas.

Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

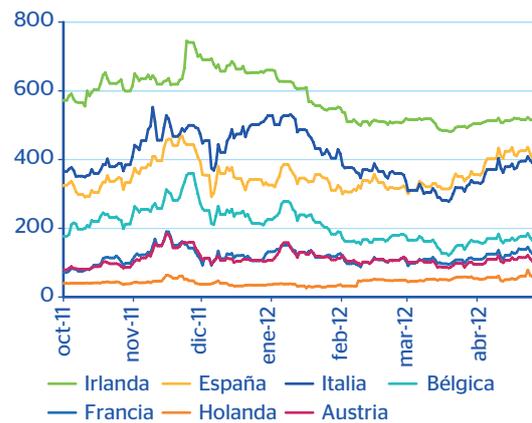
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo la atomización política en las últimas elecciones, la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos de ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte el aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. En tercer lugar, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en “circunstancias excepcionales” puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Prima de riesgo soberano en Europa
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no funcionar con excepciones que serían difíciles de entender), apuntando a objetivos de déficit estructural –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año (y Grecia las repetirá), tras las elecciones en Francia y dos estados de Alemania llevadas a cabo en mayo.

Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial, pero un fuerte repunte representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP, ver recuadro 2). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 20% más alto que en nuestras previsiones de febrero. Esto tendrá un impacto moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Así, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria.

2. Paraguay se contraerá en el 2012

La sequía vuelve a generar una contracción del sector primario y una fuerte revisión a la baja del crecimiento en 2012, que se recuperará al potencial en 2013

Desde nuestro último informe, observamos que la fiebre aftosa y la falta de lluvias son los principales los factores que afectan negativamente a la actividad económica en Paraguay. En el primer caso, se mantiene el cierre de los mercados internacionales para la carne. En tanto, el déficit de lluvias registrado a finales del 2011 se ha mantenido durante el 2012, tomando ya carácter de sequía. Esto ha afectado la producción agrícola de la región y en particular la producción de soja, la cual se ha visto reducida tanto en volumen (un 50% en la cosecha 2011/12) como en calidad, por la disminución del tamaño de los granos obtenidos. El Índice Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) ha recogido el efecto sobre la actividad general en Paraguay en los dos primeros meses del año, con contracciones de 0,5 y 1,5% interanual, lo que contrasta con los crecimientos promedio de 2,5 y 1,6% registrado durante el tercer y último trimestre del 2011 (Gráfico 3).

En la medida que los factores de riesgo para el sector agropecuario identificados en nuestro Situación Paraguay de febrero se han materializado (sequía y fiebre aftosa) revisamos significativamente nuestra previsiones de crecimiento a la baja, a una contracción leve de -0,5% en 2012. En tanto el principal shock de de la economía paraguaya debería ser temporal, con una normalización del régimen de lluvias la próxima temporada, para el 2013 esperamos una normalización en el sector agropecuario y, por ende, en las exportaciones, de modo que el crecimiento del PIB retorne al 5%, más en línea con el potencial. A esto también contribuiría una previsión de mayor crecimiento en Brasil, su principal socio comercial.

El efecto de la sequía sobre la actividad económica este año se puede poner en el contexto de un episodio similar que afectó a Paraguay en 2009. En esa oportunidad el sector primario se contrajo 17%, lo que sumado al casi nulo crecimiento de los otros sectores de la economía derivó en una caída del PIB de 4%. En términos de los componentes de la demanda agregada, las mayores contracciones fueron exportaciones (10%), importaciones (9%) y demanda interna (3%).

En nuestra previsión del efecto de la sequía y fiebre aftosa para este año, consideramos una dinámica menos pesimista para la demanda interna que en la sequía de 2009, en parte por las medidas de política fiscal y monetaria. Además de una política fiscal más expansiva que en 2011 dado el contexto pre-electoral, el Ministerio de Hacienda adoptaría también medidas contracíclicas —que entrarían en vigor a partir de junio— y que evitarían en parte que la reducción de la renta en los sectores agrícolas se acabe trasladando a otros sectores. Esto ya se refleja en algunos indicadores de demanda, cuya evolución no se ha visto tan afectada como en 2009. Así, el Estimador de Cifras de Negocios (ECN), indicador de la evolución de las ventas en la industria manufacturera, comercio y servicios muestra un crecimiento de 5% en los primeros meses del año, muy superior a la contracción promedio de 10% observada a principios del 2009 (Gráfico 3). De esta forma nuestra previsión para la demanda interna es que esta resista razonablemente bien al shock del sector exportador y crezca 5,4% durante el 2012 y 4,9% en el 2013. Esto compensará en parte la caída estimada de 10% de las exportaciones en 2012 (similar a la de 2009), que volverían a normalizarse al año siguiente.

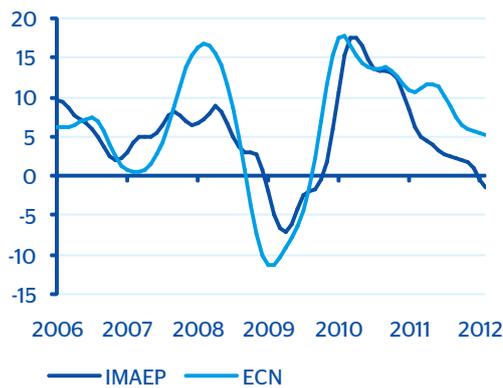
La inflación se mantendrá acotada dentro del rango objetivo del Banco Central

El Índice de Precios al Consumidor ha experimentado una fuerte caída desde el segundo trimestre del 2011 a la fecha, pasando de una inflación anual de 10% a una tasa interanual de 3,3% en abril. Además de un efecto base (el efecto del fuerte incremento de los precios de los alimentos en el cuarto trimestre de 2010 desaparece de la variación interanual), también ha contribuido significativamente la caída de precios de los alimentos, en gran medida como consecuencia del

cierre de los mercados internacionales para las exportaciones de carne lo que ha reorientado la producción hacia el consumo interno. El índice que recoge la variación de alimentos presentó una caída en su tasa anual de 3,4% cifra que contrasta con el crecimiento de 16% observado el 2011 en igual período y los valores cercanos al 20% durante el año pasado (Gráfico 4). Más aún, al extraer del índice frutas y verduras las conclusiones se refuerzan debido que para abril del presente año, la variación interanual fue de -6,8%.

Bajo el escenario central, gradualmente se irán abriendo los mercados externos para restablecer el flujo de exportaciones, lo cual normalizará los precios internos. En todo caso, proyectamos que la inflación se mantendrá en el tramo inferior del rango objetivo establecido por el Banco Central (2,5-7,5%) durante este año y los siguientes. Por otra parte, si bien estimamos que la demanda interna se mantendrá robusta, no creemos que ella conlleve mayores presiones inflacionarias. Por último, los riesgos respecto de una escalada del precio del petróleo con una consecuente crecida abrupta de los precios internos son reducidos. De esta forma, esperamos que la inflación se mantenga acotada durante los próximos años, lo cual entrega holguras al Banco Central para mantener una política monetaria expansiva el 2012 (ver más adelante).

Gráfico 3
Indicadores de actividad económica (IMAEP) y ventas (ECN) (% a/a)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 4
Inflación total y de alimentos (% a/a)



Fuente: BCP

La debilidad cíclica y el contexto electoral apuntan a un deterioro del saldo fiscal en 2012, que debería ser temporal

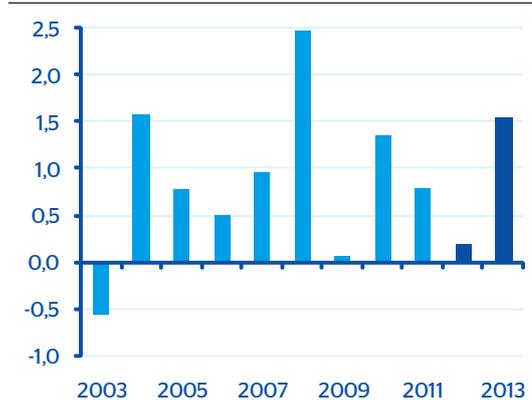
El gobierno central mantuvo una tendencia estable en los ingresos y gastos durante 2011, con lo que el año 2011 cerró con un superávit de 0,8% del PIB, en línea con el año 2010. En nuestro escenario central, esperamos que los ingresos derivados de las exportaciones debieran reducirse mientras aquellos originados en la cesión de energía se mantendrán. Los flujos de divisas generados durante el 2011 por las hidroeléctricas totalizaron USD 620 millones, mientras que el primer trimestre de este año la tendencia se mantiene con un flujo acumulado de USD 214 millones y donde Itaipú continúa contribuyendo en un 60% de los flujos de estas empresas binacionales. En contraste esperamos un aumento del gasto público como consecuencia de una política fiscal expansiva, la cual se puede enmarcar tanto dentro de un conjunto de políticas que suavicen el ciclo económico como dentro del ciclo político de un año previo a las elecciones de Abril de 2013. Adicionalmente, la administración pública tiene considerado cubrir parte de este mayor gasto a través de la emisión de bonos en el mercado local lo cual está sujeto a la aprobación por parte del Congreso. Dados todos estos factores, nuestra previsión apunta a una fuerte reducción del superávit fiscal hasta el 0,2% del PIB en 2012, mientras que en 2013 esperamos un aumento del superávit hasta el 1,5% del PIB determinado tanto por una retirada de las medidas contracíclicas, ante la recuperación del crecimiento, como por el endurecimiento de la política fiscal después de las elecciones (Gráfico 5).

La cuenta corriente se deteriora por la contracción de las exportaciones

El déficit de la balanza por cuenta corriente de 1% del PIB en 2011 es explicado principalmente por la fuerte contracción de las exportaciones durante el último trimestre. En 2012 esperamos una caída esperada de 10% del volumen de exportaciones en 2012 por el shock sobre el sector agropecuario. Al mismo tiempo, nuestra previsión de una demanda interna robusta apuntaría a un crecimiento moderado para las importaciones durante el 2012 (2%) con una recuperación entre 5-6% para el 2013. De esta forma, nuestra previsión para el déficit en Cuenta Corriente se ubica en 6% del PIB, con un cierre paulatino durante el 2013, donde la reapertura de los mercados internacionales será un factor clave en el caso de la carne y la normalización de las lluvias lo será en el caso agrícola (Gráfico 6). Resulta importante destacar la contribución cada vez más positiva que generará la venta adicional de energía de Itaipú (que se empezó a materializar en octubre), lo que aumentará el saldo de la balanza de servicios y compensará en parte el aumento del déficit del comercio de bienes.

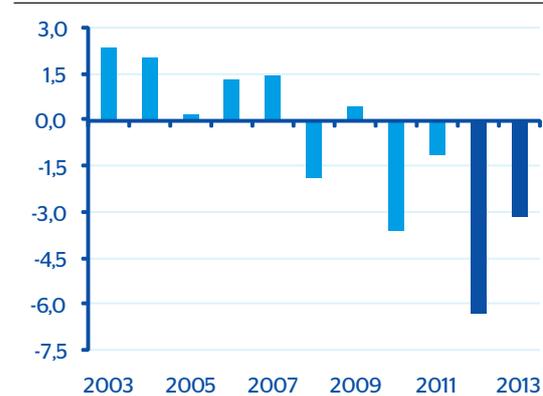
En todo caso, nuestras previsiones suponen que la financiación de ese déficit exterior no debería resultar problemática, cubierta tanto por flujos de inversión directa extranjera y otros flujos de corto plazo, lo que incluso posibilitaría la acumulación de reservas.

Gráfico 5
Saldo Fiscal (% PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 6
Balanza por Cuenta Corriente (% PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

El Banco Central mantendrá una política monetaria expansiva durante el 2012 con el inicio de un ajuste al alza de las tasas de interés a finales de año

Los tipos de interés de los Instrumentos de Regulación Monetaria (IRM), los cuales son emitidos por el Banco Central del Paraguay, presentan valores consistentes con las expectativas de una menor inflación en el mediano plazo. En particular, los IRM hasta 120 días promediaron 6,24% en marzo, cifra que anticipó el recorte de 25 puntos básicos en la Tasa de Política Monetaria (TPM), efectuado en la reunión de principios de mayo. Con este recorte, que se une a los efectuados desde noviembre del año pasado, la TPM se ha reducido un total de 225 puntos básicos, hasta 6,25% lo que, considerando una inflación de 3,3% implica una tasa real cercana al 3%. Este valor es consistente con nuestra estimación de tasa de interés real de largo plazo, la cual se ubican entre 2,5-3% e indica que la política monetaria se encuentra en una fase expansiva¹.

1: Nuestra estimación de tasa de interés real de largo plazo se basa en los tipos de interés de los IRM descontados de inflación anual efectiva. Utilizando una muestra desde 1995 al 2011, se obtiene para los instrumentos a menos de 90 y 120 días valores promedio de 2,4 y 3%, respectivamente. En tanto, el Banco Central reporta en su Informe de Política Monetaria del segundo semestre del 2011 una tasa de interés real neutral de 2%, la que se obtiene de un modelo estructural.

Estimamos que la Tasa de Política Monetaria se ajustará al alza hacia finales de año al 8%, conforme la inflación retorne al centro del rango objetivo y se recupere el ciclo económico. De esta forma terminaría el impulso monetario que comenzó a finales del 2011. Conforme la inflación retome su tendencia, estimamos que la TPM se ubicará durante 2013 entre 8.5-9%, lo que es consistente con mayores presiones inflacionarias derivadas tanto del alza en el precio de la carne —una vez que se abran los mercados de exportación— y de la recuperación económica (Gráfico 7).

Tipo de Cambio frente al dólar se depreciará suavemente en 2012 y 2013

El Tipo de Cambio Nominal (TCN), que actualmente se encuentra en torno a los 4350 guaraníes por dólar, se encuentra aproximadamente en sus valores de equilibrio. En efecto, la correlación entre el TCN y el inverso del precio de la soja es 86% durante el 2006-2011 (Gráfico 8). Más aún los desvíos de esta relación son consistentes tanto con el período de mayor incertidumbre financiera del 2009 en donde las monedas emergentes se depreciaron con respecto al dólar como con el debilitamiento del USD observado a finales del 2011. Adicionalmente, las reservas internacionales se han mantenido en torno a USD 3300 millones, lo que representa un 13% del PIB. De esta forma, para un precio de la soja de 1300 centavos de dólar por bushel tenemos un TCN proyectado de 4400 guaraníes por dólar, lo que representa una desviación de 1% respecto de la cotización actual.

Bajo el supuesto de que los términos de intercambio no se deterioran fuertemente (especialmente el precio de la soja) y que la inflación no sobrepasa nuestras estimaciones por un margen muy elevado, esperamos una depreciación moderada del tipo de cambio en lo que resta de 2012 y 2013, como resultado de la ampliación del déficit por cuenta corriente y de la mayor fortaleza del dólar. Esto lo mantendría en niveles consistentes con el equilibrio en términos reales. El nivel de reservas internacionales acumuladas, que duplican el existente en 2007, debería poder amortiguar una posible depreciación mayor del guaraní en caso de que se produzca una caída inesperada y brusca de los términos de intercambio.

Gráfico 7
Instrumentos de Regulación Monetaria (%)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 8
Tipo de Cambio Nominal (guaraníes por USD) y Precio de Soja (centavos de USD por bushel)



Fuente: BCP

3. Perspectivas y Riesgos

Los riesgos y volatilidad asociados al clima demandan cambios estructurales en el medio y largo plazo

El sector agrícola constituye uno de los principales componentes de la producción de Paraguay. Esto ha llevado a que el clima sea el principal factor en explicar la fuerte volatilidad del ciclo económico y de la inflación. Por ello se hacen necesario diversificar la matriz productiva, diseñar políticas públicas contra-cíclicas, profundizar los mercados financieros locales, abrir fuentes de financiamiento externo y generar fondos de estabilización que suavicen el ciclo agropecuario. El primer caso implica aumentar la participación de los sectores industriales tales como refinerías de aceite de soja, extracción de minerales, producción de cemento y plantas de producción de animales menores como aves y cerdos. Estas industrias no solo sirven de amortiguadores para los vaivenes climáticos sino que además ofrecen productos que tienen mayor valor agregado. En el segundo caso, un plan público podría suavizar el ciclo económico ahorrando en las épocas de auge de modo de financiar inversión pública, en períodos de menor producción agrícola. Por otra parte, una mayor profundización de los mercados financieros locales bajo un esquema de metas de inflación creíble permitiría un fortalecimiento del guaraní con paso a una desdolarización de la economía. Finalmente, la apertura a mercados de capitales internacionales y el establecimiento de fondos de estabilización aprovechando años de buenas cosechas y altos precios de exportación permitiría al gobierno contar con recursos financieros adicionales a las reservas internacionales y los ahorros propios. De esta forma, una suavización del ciclo permitiría la implementación de programas de largo plazo, los cuales involucren gastos permanentes, como son aquellos asociados a la seguridad social.

En el corto plazo, el principal riesgo externo proviene de una intensificación de la crisis en Europa, que tendría efectos negativos sobre los precios de las materias primas y contagio a importantes socios comerciales

Las importantes mejoras llevadas adelante por Paraguay no han hecho desaparecer totalmente algunos riesgos inherentes a su propia economía que son particularmente relevantes en el contexto actual de tensiones geopolíticas en Medio Oriente, por el efecto sobre el precio del petróleo y las tensiones financieras en Europa.

Respecto a este último punto, como describíamos en la primera sección, aún existen muchas incertidumbres sobre la salida de la crisis en Europa. En caso de un "accidente" que cause un efecto de contagio global las tensiones financieras y de liquidez en Europa se elevarían significativamente. Ello induciría una severa contracción del crédito y afectaría de manera importante al sector real de la zona euro. Este shock en Europa se transmitiría de forma global a través de cuatro canales, de los cuales dos serían de escasa importancia en el caso de Paraguay. En primer lugar, el sustancial aumento de la aversión global al riesgo llevaría a mayores costos de financiamiento y presiones para una mayor depreciación del tipo de cambio en las economías emergentes. En segundo lugar, y en parte como consecuencia del anterior, habría un retroceso de la confianza de empresarios y consumidores que afectaría a la demanda interna. En el caso de Paraguay los flujos de entrada de capitales de corto plazo no son demasiado significativos, por lo que el primer canal no sería demasiado relevante, y por tanto, el efecto sobre la confianza y la demanda interna también sería más reducido que en otros países. El tercer canal de transmisión global sería a través de una reducción de los precios de las materias primas (lo que se añadiría a la restricción de volumen exportado que esperamos para 2012) por el efecto negativo sobre Asia y otras importantes zonas demandantes. Por último, también se vería reducida la demanda exterior, no sólo la proveniente de Europa, sino también la de importantes socios comerciales como Brasil, cuyo crecimiento se podría reducir hasta el 1% y su tipo de cambio se depreciaría significativamente en caso de una fuerte crisis en Europa. Ambos factores contribuirían a una depreciación del tipo de cambio del guaraní.

¿Está Paraguay preparado para un shock como este? No cabe duda que un shock externo en 2012 se produciría en un momento de elevada debilidad, por unirse al shock que ya ha afectado al sector agropecuario. El saldo de reservas internacionales ha aumentado significativamente en los últimos años, lo que permitiría suavizar la consecuente volatilidad del tipo de cambio y propiciar una depreciación ordenada del guaraní. Es cierto que existiría cierto espacio para el uso de políticas monetarias y fiscales, pero actualmente es relativamente reducido puesto que ya se están utilizando de forma contracíclica. De este modo, la confluencia de estos dos shocks –climatológico y europeo–haría muy difícil evitar una fuerte recesión.

4. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	5,8	-3,8	15,0	3,8	-0,5	4,9
Inflación (% a/a, fin de año)	7,5	1,9	7,2	4,9	5,4	5,0
Tipo de cambio (USD, promedio)	4363	4967	4739	4196	4537	4725
Tasa oficial* (% , promedio)	5,8	1,0	1,5	8,6	7,1	8,5
Consumo Privado (% a/a)	7,5	-2,0	13,7	8,9	5,6	5,7
Consumo Público (% a/a)	3,5	13,7	12,0	5,2	5,5	4,6
Inversión (% a/a)	20,6	-12,5	22,7	10,5	4,8	2,3
Saldo Fiscal (% PIB)	2,5	0,1	1,4	0,8	0,2	1,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-1,9	0,5	-3,6	-1,1	-6,3	-3,1

* Promedio tasas de instrumentos de regulación monetaria hasta 120 días

Fecha de cierre: 17 de mayo 2012

Fuente: BCP, BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Economista Jefe para Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Rodrigo Alfaro
ralfaro@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.com

México
Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com

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@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos
Juan Ruiz (I)
juan.ruiz@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global
Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global
Javier Serna
javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y
Materias Primas
Luis Enrique Rodríguez
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100
Providencia
97120 Santiago de Chile
Teléfono: + 56 26791000
E-mail: bbvaresearch@bbva.com