

Situación Paraguay

Segundo Semestre 2012
Análisis Económico

- **La economía mundial aumentará progresivamente el crecimiento hasta un 3,5% en 2013**, apoyada en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE.
- **Paraguay se contraerá un 1.8% este año, pero crecerá un 9.8% en 2013** a medida que se supere la crisis agropecuaria y disminuyan las tensiones financieras a nivel internacional.
- **El Banco Central deberá monitorear de cerca la inflación durante el 2013**, en un entorno donde el repunte de actividad estará marcado por un mayor dinamismo externo e interno y un creciente gasto de gobierno.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed.....	4
3. Paraguay: retomando el crecimiento	6
Recuadro 1. La otra crisis: transmisión de la crisis global a la economía paraguaya	14
4. Superada la crisis interna, ¿se puede soportar una caída global?.....	16
5. Tablas	17

Fecha de cierre: 23 de noviembre de 2012

1. Resumen

La decidida intervención de los principales bancos centrales de los países desarrollados ha acotado la probabilidad de un escenario de riesgo sistémico. El BCE ha disipado los temores sobre la irreversibilidad de la moneda común y tiende un puente para que se continúe avanzando hacia un nuevo marco institucional. La inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal se adelanta al potencial impacto que podría tener un intenso ajuste fiscal en ese país a principios del próximo año. En síntesis, la incertidumbre global ha retrocedido. En este contexto, prevemos que la economía mundial seguirá recuperándose gradualmente, con tasas de crecimiento de entre el 3% y el 3,5% en 2012 y 2013.

La crisis provocada por la baja producción de soja y el brote de fiebre aftosa de septiembre pasado ha provocado una fuerte contracción en el sector agropecuario. Sin embargo, el resto de sectores (salvo la construcción), han mostrado números positivos, lo que ha suavizado la caída del PIB en comparación con la sequía de 2009, donde prácticamente todos los sectores de la economía mostraron cifras negativas. Con la progresiva reapertura de los mercados de la carne y la mayor producción sojera esperada en la campaña 2012-13 se vendrá un repunte del crecimiento.

La economía paraguaya se contraerá un 1.8% este año, pero crecerá un 9.8% en 2013. El mayor gasto de gobierno y la rápida mejora de las exportaciones de carne darán un leve impulso a la economía en lo que resta del año. El fin de la crisis del sector agrícola, el esperado repunte de Brasil y la disminución de las tensiones financieras a nivel internacional darán un mayor dinamismo a todos los sectores de la economía durante el próximo año.

Un débil consumo privado contrasta con el aumento del gasto gubernamental. A medida que se recupera la actividad, el consumo privado y, por sobre todo, la inversión retomarán su dinamismo. Así también, el gobierno mantendrá un nivel de gastos elevado durante el próximo año, por lo que se espera que se mantenga un saldo fiscal en números negativos, pese a la mayor recaudación tributaria esperada.

El repunte de exportaciones mejorará la cuenta corriente, pero el alto nivel de importaciones evitará un resultado positivo. El hecho de que la soja se haya mantenido a precios históricamente altos en 2012 evitó una mayor caída del valor de las exportaciones, pero se espera una baja de precios durante el próximo año a medida que se recupere la producción a nivel mundial.

En vista del mayor dinamismo de la actividad económica, el Banco Central tendrá que monitorear de cerca la inflación, especialmente en la fase de repunte del crecimiento. Esperamos que el BCP aumente la tasa de política monetaria ya en 2013 como herramienta contra la inflación. A su vez, también esperamos que intervenga un mercado cambiario con tendencia a la apreciación del guaraní frente al dólar cuando sea necesario para evitar fluctuaciones súbitas del tipo de cambio.

Paraguay crecería fuertemente en 2013 incluso en un escenario de crisis internacional, por el fuerte repunte del sector agropecuario. Aun así, es necesario mejorar las condiciones internas y de infraestructura para evitar que el país entre en recesión cada vez que una sequía u otro incidente exógeno afecta a la producción agropecuaria.

2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la Fed

Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir apoyando la recuperación

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve al 3.2% al cierre de 2012 y 3.5% en 2013. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas. El primero y más preocupante es el resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro. El segundo, es la amenaza que pende en los EEUU por el llamado “precipicio fiscal”, un paquete automático de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión. El último sería una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China, que a su vez arrastraría a aquellas basadas en la exportación de materias primas.

El resto de políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado que ocurriera un evento de riesgo sistémico comparable con los acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han “construido puentes” para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, mientras que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, mientras que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

BCE: “cueste lo que cueste”

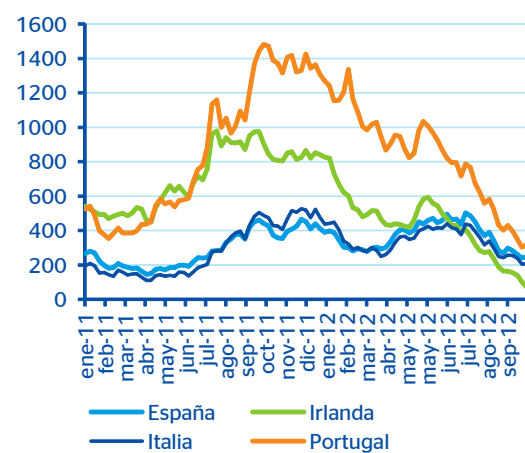
El BCE dio un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública en el mercado secundario (OMT, por sus siglas en inglés) bajo cierta condicionalidad. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro.

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto y disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (ver Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o calificaciones de deuda, por ejemplo.

El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

Gráfico 1

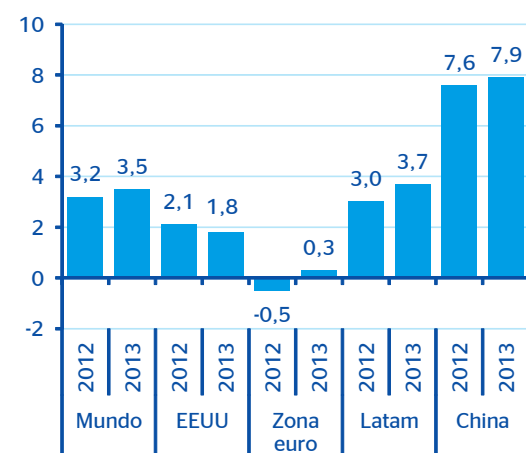
Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y Haver

Fed: “el tiempo que sea necesario”

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con tasas de desempleo aún elevadas. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre cómo reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (precipicio fiscal).

En ese contexto, la Fed relajó adicionalmente la política monetaria en su reunión de septiembre. Anunció su intención de mantener los tipos de interés en los mínimos actuales por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo declarado anteriormente. Pero para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) a través de la compra de cédulas hipotecarias (MBS), en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al potencial impacto si se da un intenso ajuste fiscal automático que, en nuestro escenario central, esperamos que no se produzca por completo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación.

La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas, aunque en algunos casos importantes, como en China y Brasil los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han disminuido la probabilidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0.5%), rebotará en 2013 (+0.3%). En EEUU, el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de noviembre corresponde a China (0.2 pp en 2012 y 0.4 pp en 2013), aunque en ambos años esperamos que las políticas de estímulo mantengan su tasa de crecimiento cercana al 8% (Gráfico 2).

En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación con crecimientos entre el 3% y el 3.5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave, y en particular que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria. En primer lugar, suponemos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo. Segundo, suponemos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y la implementación de los compromisos acordados. Finalmente, en este escenario central, se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

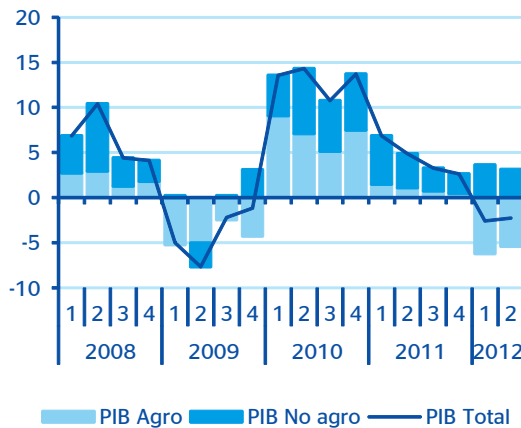
3. Paraguay: retomando el crecimiento

Luego de la recesión de 2012, la economía Paraguaya crecerá cerca del 10% en 2013

En línea con lo esperado, la economía paraguaya mostró una contracción interanual de 2.4% durante el primer semestre del año, en relación el mismo periodo de 2011. Esta contracción es consecuencia principalmente del shock agropecuario sufrido a finales del año 2011 y principios de este año, donde un brote de fiebre aftosa y una fuerte sequía minaron la producción y las exportaciones de los dos principales productos, la carne y la soja.

Gráfico 3

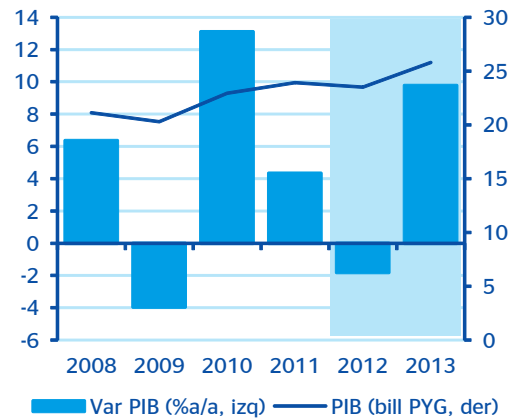
Paraguay: contribución del sector agrícola y no agrícola al crecimiento interanual del PIB (pp)



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico 4

Producto Interno Bruto



Fuente: BCP y BBVA Research

Vemos una considerable contracción del PIB agropecuario con respecto al 2011 (-22.5% primer semestre 2012 vs primer semestre 2011, -5.8% de incidencia sobre la variación del PIB total) que contrasta con el crecimiento presentado por el resto de la economía (4.6% 1s12/1s11, 3.4% incidencia). Entre los sectores de mayor crecimiento destacan el de Servicios (6.0% 1s12/1s11, 2.4% incidencia), que mantiene el dinamismo mostrado durante los últimos años, y Electricidad y Agua (6.7% 1s12/1s11, 0.9% incidencia), fuertemente ligados al desempeño de las transnacionales Itaipú y Yacyretá. Por su parte, el sector Construcción sigue alicaído, debido a la baja ejecución de obras y es el único sector no agropecuario que muestra una contracción en lo que va del 2012 (-2.4% s/s, -0.1% incidencia). Estos números muestran un bajo contagio de la crisis agropecuaria al resto de los sectores, lo que contrasta con lo ocurrido el año 2009 (año de la anterior sequía), donde la economía en su conjunto decayó en su actividad.

El Índice Mensual de Actividad Económica (IMAEP) nos muestra que la economía ya se encuentra entrando en un período de recuperación, impulsado principalmente por el sector ganadero, donde las exportaciones de carne ya están alcanzando niveles normales (ver segmento sobre comercio exterior). Si bien el mercado de la soja no se normalizará sino hasta el próximo año, el repunte de la carne más el efecto de las inversiones del gobierno nos hace esperar una leve recuperación durante el último trimestre la que, sin embargo, no será capaz de compensar completamente la caída del primer semestre. Así, esperamos que durante el 2012 la economía se contraiga un 1.8%.

Para el 2013, el escenario en el sector agropecuario volvería a la normalidad. Acabada la crisis de oferta causada por la sequía, la producción récord de soja impulsaría las exportaciones a niveles sobre los observados el año 2011. El influjo de divisas impulsaría también el alicaído consumo privado, las importaciones y por sobre todo la inversión, que este año ha mostrado números muy negativos. Esto sumado al impulso de la política monetaria y a los planes de inversión gubernamental que serán llevados a cabo en su mayoría durante el próximo año nos hacen prever un alto crecimiento de 9.8% para el 2013, el mayor entre los principales países de América Latina.

Gráfico 5
Países Latam: previsiones de crecimiento del PIB, 2012-2013 (%)



Fuente: BBVA Research

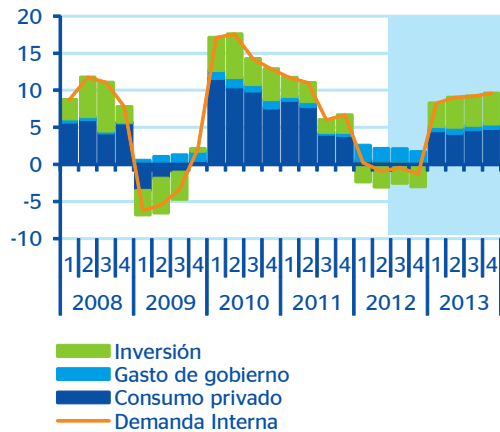
Creciente gasto de gobierno contrasta con un débil consumo privado en 2012, el cual repuntará junto con la actividad en 2013

La demanda interna mostró una caída de un -0.3% durante el primer semestre respecto al mismo período del año anterior, impulsada por una gran contracción de la inversión (-14% 1s12/1s11). Si bien el consumo privado tuvo un aumento de un 0.8% (s/s), muestra claros signos de desaceleración con respecto a 2010 y 2011, debido a una merma en el poder adquisitivo que se puede evidenciar en la reducción de los créditos y el aumento de los niveles de morosidad a causa de las crisis (ver Recuadro). Aun así logró mantenerse dentro del terreno positivo, al contrario de lo ocurrido en 2009. A medida que la economía recupere su dinamismo, se verá un repunte de la demanda interna, especialmente de la inversión privada, la que retomaría los ritmos de crecimiento de años anteriores.

Por su parte, el gasto público tuvo un aumento significativo de un 21.8% s/s. El mayor gasto en personal, sumado al importante plan de inversión pública en obras e infraestructura impulsado por el gobierno como medida anticíclica explican esta variación. Aun así, la baja recaudación tributaria debida principalmente a los menores ingresos por exportaciones provocará que este año sea el primer año que presente un déficit fiscal desde el año 2002.

Gráfico 6

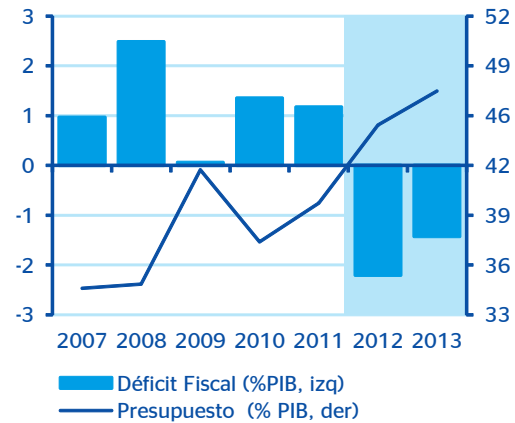
Contribución del consumo privado, gasto de gobierno e inversión privada a la variación interanual de la demanda interna (pp)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 7

Saldo Fiscal y Presupuesto de la nación



Fuente: BCP y BBVA Research

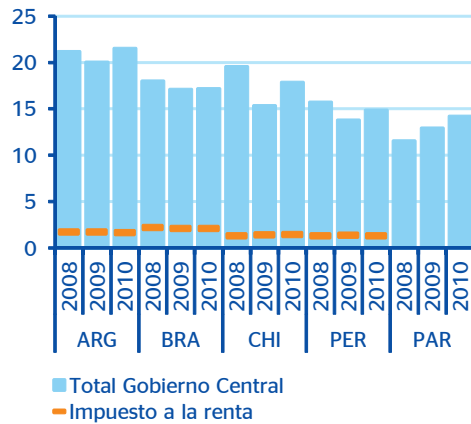
El presupuesto de gobierno propuesto para el 2013 sigue en aumento, en línea con lo ocurrido este año, pero la mayor recaudación aduanera esperada atenuaría el déficit. Aun así, persisten las dudas con respecto a la disponibilidad de los fondos necesarios para financiar el mayor gasto de gobierno. Una parte de estos proviene de préstamos de organismos internacionales y deben ser utilizados principalmente en infraestructura y programas de gobierno, por lo que son positivos y tendrían un efecto permanente en el crecimiento. El resto de gastos, principalmente en salarios y otros gastos corrientes, deberían ser financiados por otros medios.

En dicho sentido la aprobación del Impuesto a la Renta Personal (IRP), efectivo a partir de agosto de este año, es una buena señal, pero aún resta ver cuáles son los reales efectos que tiene sobre las arcas fiscales. En caso de alcanzar niveles de recaudación similares a los del resto de países de la región, la presión tributaria también tendería a equipararse (ver Gráfico 7).

Otra herramienta con la que el gobierno ha intentado financiarse es mediante la emisión de bonos. Por el momento sólo lo ha hecho en el mercado interno, con resultados dispares y evidenciando un progresivo deterioro debido a un agotamiento de la demanda (ver Gráfico 8), pero se espera para el próximo año la primera emisión de bonos soberanos en el mercado externo. En caso de ser exitosa, como es de esperar luego de los resultados de la emisión de bonos soberanos por parte de Bolivia, se lograrían ingresos del orden de los USD 550 millones, los cuales se utilizarían para financiar proyectos de infraestructura.

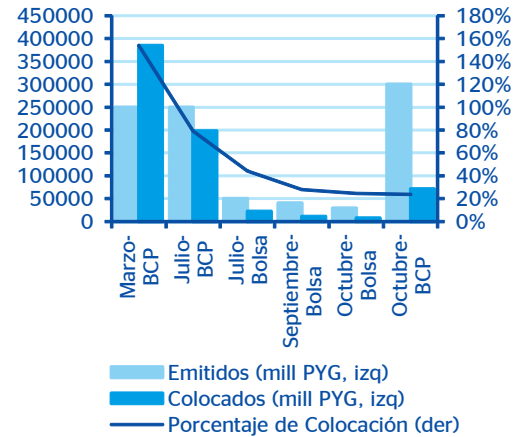
Por último también se ha propuesto incrementar las tarifas de cesión de energía de las centrales Itaipú y Yacyretá a Brasil y Argentina (respectivamente), pero los tratados existentes dificultarían la aprobación de dichas medidas. En todo caso, el aumento de actividad en ambos países, especialmente Brasil, implicarían de por sí un importante aumento de la recaudación.

Gráfico 8
Recaudación tributaria (% del PIB)



Fuente: CIAT

Gráfico 9
Transacción de bonos del Tesoro*



* "BCP" indica bonos colocados a través del Banco Central del Paraguay. "Bolsa" a través de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción
Fuente: Comisión Nacional de Valores y BBVA Research

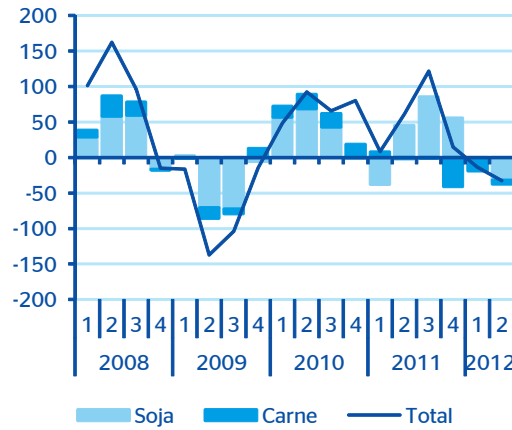
Importante recuperación de las exportaciones a medida que se supera la crisis agropecuaria

Como era de esperarse, las exportaciones mostraron un fuerte descenso durante la primera parte de este año. El impacto a la baja de la carne durante el último trimestre del 2011 y el primero del 2012 (-40.6% a/a y -15.3% a/a respectivamente) ha sido reemplazado por el efecto de la caída en las exportaciones de soja durante el segundo trimestre (-32% a/a), esto a medida que los efectos de la sequía se empezaban a hacer patentes en las cosechas y los mercados de carne se recuperaban.

Llama la atención el caso de la carne. Si bien aún no se recupera el estatus de país libre de fiebre aftosa, ya en agosto se había superado los niveles de exportación del año anterior antes de la que ocurriera la crisis, con una variación interanual de un 2.6%. Esto nos lleva a esperar un considerable repunte en lo que resta del año, especialmente teniendo en cuenta la inminente reapertura del mercado chileno, el mayor comprador histórico de carne paraguaya. De la misma manera, esperamos que en el 2013 se mantenga este impulso al alza, llevando las exportaciones ganaderas a niveles por encima de los de años anteriores.

Gráfico 10

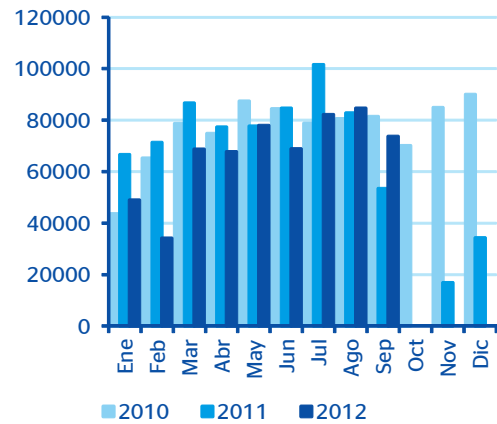
Contribución de la soja y la carne a las exportaciones de bienes (pp)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 11

Exportaciones de carne (miles USD)



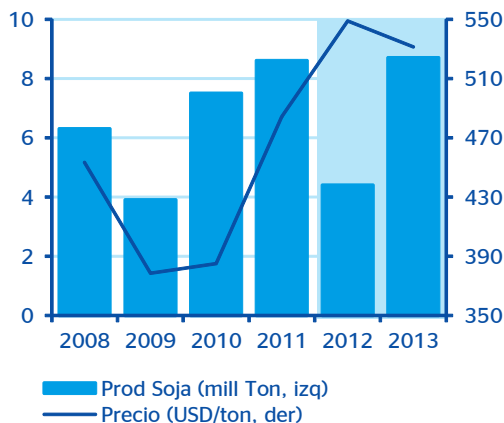
Fuente: Banco Central del Paraguay

Por su parte, las exportaciones de soja aún se mantendrán en niveles bajos hasta que la cosecha del próximo año se haga efectiva. El hecho que no solo Paraguay sufriera una sequía, sino también gran parte de los mayores países productores de soja, impulsó los precios a niveles históricamente altos debido a la baja oferta existente a nivel mundial, lo que ha evitado un descenso aún mayor de los ingresos provenientes de este producto. Estos precios deberían bajar a futuro, pero aún se mantendrían a niveles sobre los de años anteriores, lo que sumado a una producción proyectada para el 2013 algo mayor a la del 2011 nos hace esperar un repunte de las exportaciones a sus niveles tendenciales de crecimiento (ver Gráfico 11).

Los ingresos por las transnacionales se han mantenido sólidos, principalmente debido a la mayor demanda desde Brasil. Acumulado hasta septiembre, esto ha significado desde Itaipú ingresos un 66% por sobre los del mismo período del año anterior, lo que compensa la caída de poco menos de un 30% en Yacyretá (los ingresos de Itaipú triplican los de Yacyretá). Por otro lado, las remesas han ido disminuyendo progresivamente durante el año, lo que sería principalmente consecuencia de la crisis internacional (ver Recuadro), por lo que esperamos una recuperación a medida que disminuyan las tensiones financieras a nivel mundial.

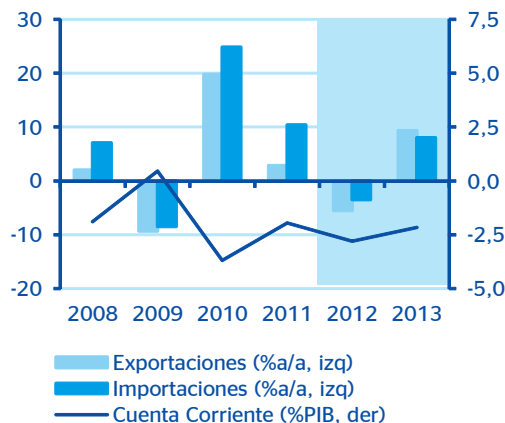
En línea con el menor consumo privado y la baja inversión, se ha evidenciado un importante descenso de las importaciones de productos de consumo no alimenticios y bienes de capital. Quitando alimentos, la importación de bienes de consumo se ha contraído un 10.2% a septiembre mientras que en bienes de capital, la caída es de un 20.5%. A medida que la economía recupere su dinamismo, especialmente en inversión y consumo privado, esperamos un notable aumento de las importaciones, lo que mantendría la cuenta corriente en niveles negativos (alrededor de un 2% del PIB) durante los próximos períodos, pese al repunte de las exportaciones. Cabe destacar que consideramos que este déficit se mantendrá en niveles sostenibles, tanto por su tamaño, menor al 3%, como por estar ampliamente financiado por inversión directa extranjera, inherentemente menos volátil y menos propensa a una reversión en caso de crisis.

Gráfico 12
Producción de soja (mill ton) y precio (USD/ton)



Fuente: IICA y BBVA Research

Gráfico 13
Exportaciones, importaciones (%a/a) y cuenta corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

La política monetaria expansiva empezará a revertirse a medida que se recupere el crecimiento

Después de los dos primeros meses del año, donde la inflación estuvo sobre un 1% a/a, no ha habido episodios de grandes alzas de precios. Como caso extremo tenemos el mes de agosto, donde hubo una deflación de un -0,2% m/m que contrasta fuertemente con una inflación de un 1% en el 2011. Esto ha significado que la inflación acumulada durante el período enero-octubre alcance sólo un 2,6%, mientras que al mismo período del año pasado se tenía un 4,2%.

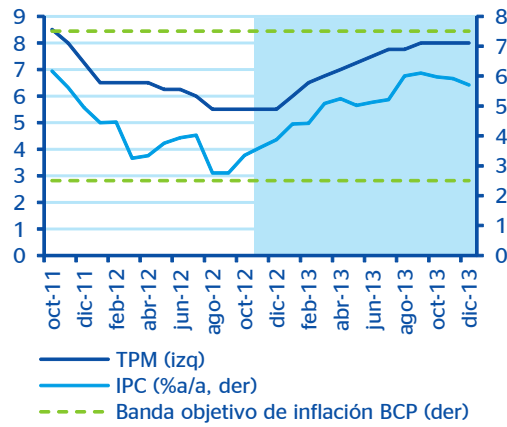
Esto es resultado principalmente de las variaciones en los precios de alimentos y combustibles. Parte de esto es consecuencia del brote de fiebre aftosa, que ha obligado a vender la producción de carne a un menor precio en el mercado interno, pero el impacto más importante viene de frutas y verduras donde la inflación acumulada hasta octubre es de un -6,0%, muy por debajo del 8.7% al mismo período del año pasado. Combustibles también es un segmento relevante: a octubre la inflación acumulada en 2012 es de sólo un 4,7%, versus un 11,3% del año 2011. Por otro lado, los indicadores de inflación subyacente muestran valores positivos, pero pequeños, a lo largo de todo el año.

La ya señalada recuperación de las exportaciones de carne está implicando un aumento de su precio en el mercado interno que se mantendría en el corto plazo, pero, por el contrario, esperamos que los precios de combustibles sigan disminuyendo temporalmente durante este cuarto trimestre. En vista de dicha situación, esperamos que la inflación al cierre de este año esté en el rango inferior de la banda objetivo del Banco Central ($5 \pm 2,5\%$). Por su parte, para el año 2013, el repunte de actividad, la subida en los precios de combustibles y el ya observado aumento de los precios de la carne generarían mayores presiones inflacionarias, las que llevarían a tener una inflación al cierre del año de 5,9% (considerando un endurecimiento de la política monetaria por parte del BCP).

El escenario de baja inflación que se está presentado durante este año ha permitido al Banco Central suavizar la política monetaria para apuntalar el débil crecimiento. De este modo, no esperamos variaciones del tipo de interés oficial en lo que resta del año, pero las mayores presiones inflacionarias que vendrían con el repunte del crecimiento el próximo año llevarían al BCP a aumentar la tasa progresivamente a partir de principios del próximo año, para cerrar 2013 en un 8%. A medida que el crecimiento se estabilice en el 2014, vendría el espacio para volver la tasa a su valor neutral.

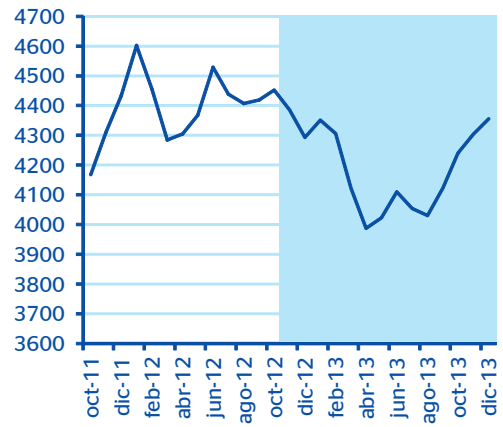
Por su parte, la apreciación del guaraní que conllevaría el aumento de actividad y el mayor influjo de divisas debido al aumento de las exportaciones provocará un descenso del tipo de cambio, pero, al igual que este año, esperamos que el BCP intervenga en caso de movimientos bruscos y así mantenerlo dentro de ciertos márgenes (entre 3.800 y 4.400 guaraníes por dólar). Una vez normalizada la situación a fines de 2013 se volvería gradualmente a niveles cercanos a los actuales.

Gráfico 14
Tasa de política monetaria e inflación



Fuente: BBVA Research

Gráfico 15
Tipo de cambio vs USD



Fuente: BBVA Research

Recuadro 1. La otra crisis: transmisión de la crisis global a la economía paraguaya

Mientras el resto del mundo ha visto afectado su crecimiento en mayor o menor medida por la crisis de la zona euro, el débil desempeño de la economía paraguaya ha sido causado mayormente por factores internos. Ahora, ¿ha tenido algún efecto el deteriorado contexto global en el bajo dinamismo del país? Ciertamente es una pregunta que vale la pena analizar, pero cuya respuesta requiere separar el efecto de las mayores tensiones financieras internacionales de los efectos de la sequía, dada su coincidencia en los dos últimos episodios (2008-9 y 2011-12).

El estudio de Podpiera y Tulin (2012)¹ acerca de los efectos de shocks financieros en Paraguay muestra que factores financieros externos explican la mayoría de los shocks en el PIB no agrícola. Agregan además que los shocks externos se transmiten también, pero en menor medida, a través del comercio exterior. Por último, muestran que una parte de estos efectos se pueden ver a través de las variaciones en las condiciones de financiamiento domésticas, las que resultan ser sensibles a las condiciones del exterior.

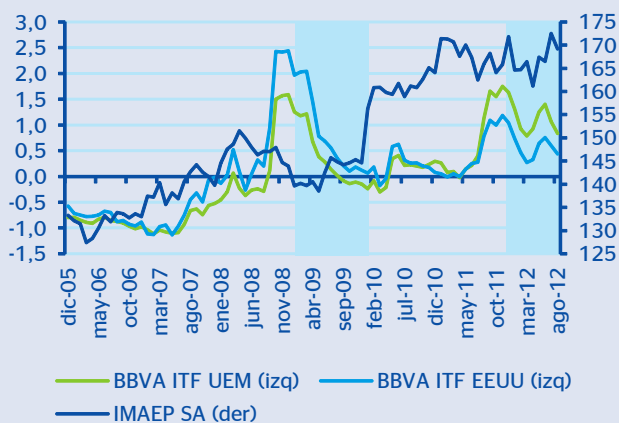
Tomando esta última idea, podemos ver en el gráfico 16 que existe un aumento de los niveles de morosidad bancaria durante los períodos de crisis, los que se ven incrementados en años de sequía. Por su parte, la morosidad en otras entidades financieras parece no verse afectada sino hasta que empiezan estas sequías. Podemos ver efectos similares en las compras de bienes durables y materiales de construcción, que disminuyen fuertemente durante las crisis. Por ejemplo, luego de la caída de Lehman Brothers en septiembre del 2008, el Estimador Cifras de Negocios (ECN) muestra una disminución en las ventas de materiales de construcción de cerca de un 15% a/a en octubre, lo que se repitió el año pasado después del empeoramiento crisis de deuda soberana en la zona euro ocurrido en agosto (-7.1% a/a en sep-11). Esta caída se incrementa entrando la sequía, lo que se ve especialmente en meses de altas contracciones como, por ejemplo, mayo del 2009 (-16.6% a/a) y abril del 2012 (-20.7% a/a). También se puede ver una correlación en las variaciones de los tipos de cambio (especialmente el dólar, euro, real y peso argentino) y el flujo de remesas provenientes de países con mayores tensiones.

Por otra parte, una forma simple de contrastar la influencia de factores externos en el PIB global es aislando el efecto de la sequía en el crecimiento. Para eso podemos utilizar un modelo VAR que mida las respuestas del Índice Mensual de Actividad Económica a shocks en la producción anual de soja o del Índice de Tensiones Financieras de la Unión Europea. Como vemos en los gráficos 17 y 18, el efecto en la actividad de un shock en la soja es algo mayor, pero decae rápidamente en el tiempo, mientras que un shock financiero internacional, aún después de doce meses mantiene un impacto de magnitud considerable.

Visto esto es necesario recalcar el hecho de que Paraguay no está blindado ante vaivenes externos. La coyuntura de que las dos últimas grandes recesiones hayan sido causadas principalmente por shocks en la producción agrícola no debe ocultar que el deteriorado entorno exterior también ha contribuido de forma no despreciable en estas caídas.

Gráfico 16

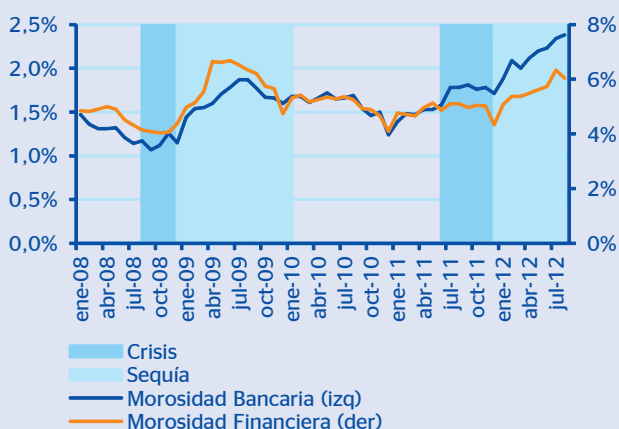
Índices de Tensiones Financieras BBVA, IMAEP (serie desestacionalizada) y Sequía*



* Las áreas sombreadas corresponden a años de sequía
Fuente: Haver Analytics, National Climatic Data Center y BBVA Research

Gráfico 17

Morosidad en el sistema financiero (%)

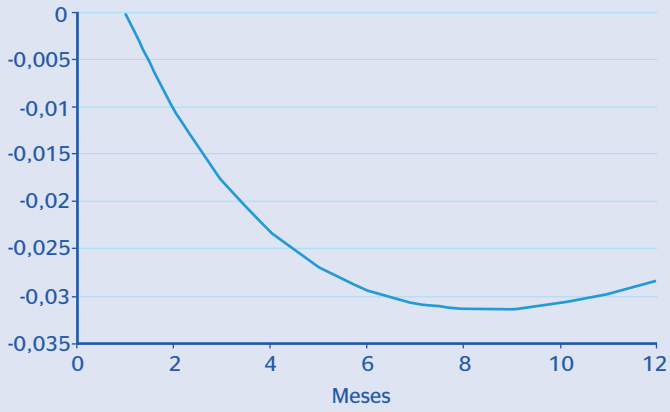


Fuente: Banco Central del Paraguay

1: Podpiera, Jiri y Tulin, Volodymyr (2012). External Financial Shocks: How Important for Paraguay. IMF Country Report No. 12/212

Gráfico 18

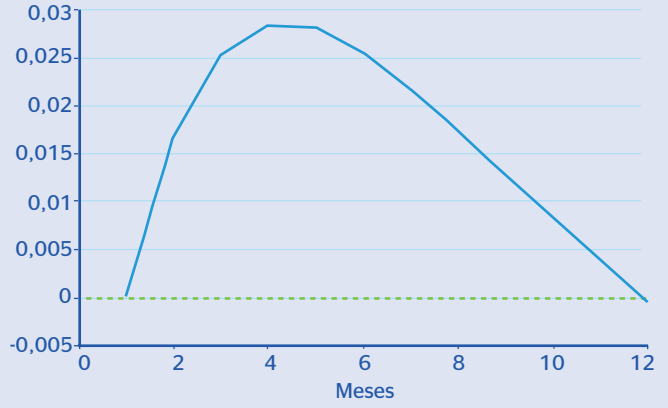
Respuesta del IMAEP a un shock del índice de tensiones financieras de la UEM



Fuente: BBVA Research

Gráfico 19

Respuesta del IMAEP a un shock de producción de soja



Fuente: BBVA Research

4. Superada la crisis interna, ¿se puede soportar una caída global?

La economía paraguaya soportaría una recaída global manteniendo un crecimiento aún muy robusto en 2013

La recesión de este año es explicada principalmente por factores internos, los que no se repetirían el próximo año, pero, dado que la economía paraguaya está afecta a contagios por parte del escenario externo, un empeoramiento del escenario global ciertamente tendría repercusiones en el crecimiento.

En caso de un deterioro exterior –un evento que, como se comentó en la primera sección, tiene una probabilidad mucho menor que hace tres meses–, los mayores efectos vendrían a través de precios de materias primas y menores exportaciones. Paraguay depende mucho de los precios internacionales de la soja y los combustibles, los que no solo afectan los valores del comercio exterior, sino también la volatilidad del tipo de cambio y la inflación. Aun así, la sola recuperación de la oferta del sector agrícola tendría un efecto suficiente como para que, incluso en un escenario de crisis internacional, el crecimiento de Paraguay sea fuertemente positivo, e incluso mayor al experimentado en 2011.

Con todo, es necesario mantener la atención en la alta fragilidad de la economía respecto a shocks exógenos. En dicho sentido, es necesario impulsar políticas que disminuyan la dependencia del sector agropecuario, dado que este siempre se verá afectado por factores sobre los que no se tiene control alguno. El crecimiento sostenido que ha mantenido el sector de servicios durante los últimos años es una buena señal, en particular considerando que ha sido uno de los pocos que ha mantenido su dinamismo durante esta última recesión, pero su cuota en la economía total es aún baja con respecto a los demás países de la región. Es de esperar también que una buena parte del plan de inversión que está llevando a cabo el gobierno tenga efectos modernizadores y duraderos en la economía.

Durante los últimos años Paraguay se había caracterizado por mantener una línea marcada por la austeridad y responsabilidad en el gasto público. Este año se ha optado por una política fiscal más expansiva. Este cambio, justificado desde el punto de vista de llevar a cabo políticas económicas contracíclicas, puede resultar tremendamente favorable si es que, en el medio plazo, consigue crear la infraestructura necesaria para que la estabilidad de la economía dependa cada vez menos del sector primario y se incremente el crecimiento potencial. Sin embargo, siempre se debe tener el cuidado de mantener una política fiscal sustentable en el tiempo, por lo que el incremento de la recaudación tributaria para hacer frente a ese aumento de la inversión pública representaría un paso importante en la dirección correcta.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2009	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	-4,0	13,1	4,3	-1,8	9,8
Inflación (% a/a fdp)	1,9	7,2	4,9	3,9	5,7
Tipo de cambio (vs USD, fdp)	4652	4571	4433	4293	4356
Tasas de interés (% fdp)	0,3	5,3	7,3	5,5	8,0
Consumo privado (% a/a)	-2,0	13,7	8,6	0,3	6,5
Consumo público (% a/a)	13,7	12,0	5,3	21,1	6,3
Inversión (% a/a)	-12,5	22,7	10,8	-12,3	20,2
Saldo Fiscal	0,1	1,4	1,2	-2,2	-1,4
Balanza por cuenta corriente	0,4	-3,7	-2,0	-2,8	-2,2

Fuente: BCP, BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a fdp)	Tipo de cambio (vs USD, fdp)	Tasas de interés (% fdp)
T1 10	13,6	4,1	4695	
T2 10	14,3	4,3	4752	
T3 10	10,8	3,8	4783	
T4 10	13,7	7,2	4571	
T1 11	6,9	10,3	4333	
T2 11	4,9	8,8	3995	
T3 11	3,3	9,4	3997	8,50
T4 11	2,6	4,9	4433	7,25
T1 12	-2,6	3,3	4284	6,50
T2 12	-2,3	3,9	4529	6,25
T3 12	-1,5	2,8	4419	5,50
T4 12	-1,0	3,9	4293	5,50
T1 13	10,5	5,1	4122	6,75
T2 13	9,7	5,1	4110	7,50
T3 13	9,4	6,1	4123	8,00
T4 13	9,4	5,7	4356	8,00

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@bbva.com

Miguel Poblete

miguel.poblete.contractor@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

*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

Julián Cubero

juan.cubero@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**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com