

Situación Paraguay

Segundo semestre 2013
Análisis Económico

- **La economía mundial continúa recuperándose gradualmente.** La mayor resistencia que muestra ante choques negativos favorecerá la continuidad de su avance.
- **Revisamos al alza las proyecciones de crecimiento para el 2013 y 2014** Dado el fuerte dinamismo de la actividad, especialmente agrícola, en la primera parte del año, el crecimiento del 2013 superará el 12%. Para el 2014 esperamos una expansión de 5,3%, impulsada principalmente por la inversión y las exportaciones.
- **El crecimiento económico no ha generado presiones de demanda sobre los precios.** Esperamos que la inflación se ubique en 3,9% y 4,7% en el 2013 y 2014, respectivamente.
- **Para el 2013 y 2014 esperamos superávit en cuenta corriente de 1,2% y 0,8% del PIB.** Esto reflejaría la recuperación del sector agrícola y los mayores niveles de exportaciones registrados.
- **En cuanto al resultado fiscal esperamos déficit equivalentes al 0,9% y 0,5% del PIB** para el 2013 y el 2014, respectivamente. Sin embargo, esto no comprometería la sostenibilidad de las cuentas fiscales.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja	4
3. Paraguay: revisamos al alza previsiones de crecimiento 2013-2014	7
Recuadro 1: Cambios tributarios sobre el sector agrícola	12
4. Inflación baja permite al BCP mantener pausa monetaria por el momento	13
5. Leve deterioro de las cuentas fiscales.....	15
6. Expansión del crédito mantendrá su dinamismo.....	16
Recuadro2: Bancarización e inclusión del sistema financiero Paraguay.....	17
7. Tablas	19

Fecha de cierre: 18 de noviembre de 2013

1. Resumen

En el año 2013 la economía paraguaya ha mostrado un fuerte dinamismo impulsado principalmente por el desempeño del sector externo, el cual explicó el 65% del crecimiento del primer semestre (14%). Este comportamiento se debe a las buenas condiciones climáticas y el récord de cosecha de agrícola obtenido en esta campaña, que además generó buenos resultados en las industrias relacionadas con esta actividad. La recuperación de las ventas externas de carne, luego de la crisis de la fiebre aftosa de setiembre de 2011, así como el buen desempeño de los sectores construcción y servicios, fueron otros factores que explicaron el dinamismo de la producción. En línea con esto, estimamos que el 2013 cerraría con un crecimiento interanual de 12,5%.

Para el próximo año esperamos una expansión del PIB de 5,3%. Entre los principales drivers que estarían detrás de este comportamiento de la actividad se encuentran la inversión y las exportaciones. En el caso de las inversiones, cabe mencionar que a inicios de noviembre el gobierno aprobó la Ley N°5102 “De promoción de la inversión en infraestructura pública y ampliación y mejoramiento de los bienes y servicios a cargo del Estado”, más conocida como Ley de Alianza Público-Privada (APP) lo que favorecería el desarrollo de proyectos de inversión, especialmente en infraestructura. Por el lado de las exportaciones, estas se verán favorecidas por una buena campaña agrícola, aunque sin alcanzar los niveles récord del 2013, y por mayores ventas de carne, tanto por mayor apertura de mercados internacionales como por incrementos esperados en los precios.

A pesar de la fuerte expansión de la actividad económica en el 2013 y de las buenas perspectivas que se tienen para los años siguientes, consideramos que el potencial de crecimiento de la economía paraguaya podría ser incluso mayor en la medida en que se atiendan reformas para fortalecer el desarrollo de la infraestructura, educación y formalización de la economía. Su cercanía con economías grandes, así como el potencial hidroeléctrico que posee Paraguay son factores que podrían también jugar a favor de un mayor dinamismo económico.

El crecimiento económico no ha generado presiones de demanda sobre los precios, y esperamos que al cierre del 2013 la inflación se ubique en 3,9% y 4,7% en el 2014, en línea con el rango meta establecido por el Banco Central (5%, +/-2pp). En línea con esto estimamos que el BCP continuaría mantenido su política monetaria sin cambios, dejando la tasa de interés en el nivel de 5,5% hasta el segundo trimestre del 2014, para luego incrementarla hasta 6.0%.

Por otro lado, dada la recuperación del sector agrícola y los mayores niveles de exportaciones registrados, esperamos un superávit en cuenta corriente de 1,2% del PIB para el cierre del 2013, el cual se reduciría hasta 0,8% en el 2014. Al cierre de setiembre de este año, las exportaciones han totalizado USD 6045 millones, monto superior en 38,7% al acumulado registrado a setiembre de 2012, siendo el principal destino el MERCOSUR.

En cuanto al resultado fiscal para el cierre del 2013 y del 2014 esperamos déficit equivalentes al 0,9% y a 0,5% del PIB respectivamente, menores al observado en el 2012 (1,7%). Sin embargo, esto no será un problema para la sostenibilidad de las cuentas públicas ya que el ratio de deuda/PIB seguiría siendo bajo, en niveles de alrededor del 12% del PIB.

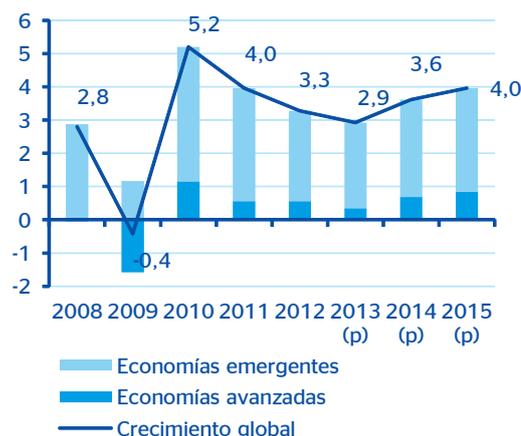
2. Una lenta recuperación global con riesgos sesgados a la baja

El ciclo económico mejora sobre todo en las economías avanzadas, aunque lejos todavía de una recuperación energética

Dos rasgos generales han caracterizado el último trimestre desde un punto de vista macroeconómico. Por una parte, la evolución de los indicadores de confianza de los agentes económicos y de la volatilidad en los mercados financieros ha continuado reflejando la baja posibilidad de eventos de riesgo extremos, disruptivos para el panorama global. Así, la recuperación económica continúa asentándose y tiene menos riesgo de descarrilar. Sin embargo, también durante el trimestre se han registrado eventos que contribuyen a un escenario de recuperación global débil, muy acotada en el horizonte de uno o dos años. Entre estos eventos cabe señalar el cierre parcial del gobierno en EE.UU. y la más o menos pronta salida de los excepcionales apoyos de liquidez.

En su conjunto, revisamos dos décimas a la baja el crecimiento esperado de la economía mundial en 2013 y 2014, hasta el 2,9% y 3,6%. La revisión de 2013 se deriva de las peores cifras registradas en EEUU, así como a la desaceleración experimentada en algunos de los países de Asia emergente, afectados también por las turbulencias financieras que siguieron al anuncio de la Fed de la próxima disminución del ritmo de compra de activos (conocido como tapering de su programa de expansión cuantitativa). El crecimiento en 2014 también se revisa a la baja, hasta el 3,6%. Tras esta revisión bajista están las economías emergentes (con la excepción de China, cuyas previsiones se mantienen), aunque seguirán siendo los mayores contribuyentes al crecimiento global (ver Gráfico 1). La mayor tasa de crecimiento global de 2014 viene respaldada por una aceleración de la economía en todas las áreas geográficas, con la excepción de Asia, donde se espera que el crecimiento se mantenga relativamente estable.

Gráfico 1
Crecimiento mundial y contribución por regiones (var. %)



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
EEUU: tipos de interés de la deuda pública a 10 años (%)



Fuente: Bloomberg

Las tensiones en los mercados financieros causadas por el anuncio del tapering de la Fed retroceden, dando soporte no sólo en EEUU

La Fed sorprendió cuando en septiembre decidió no dar comienzo al proceso de reducción del ritmo de compra de activos de su programa de expansión cuantitativa (QE). El retraso de su inicio ha reforzado el carácter "dependiente de los datos" del programa (la evaluación de los

datos económicos que vayan apareciendo). Además, la postergación habría tomado en cuenta el efecto proveniente de la incertidumbre sobre la negociación del déficit fiscal y el techo de deuda pública.

Las aclaraciones sobre el proceso de tapering que los miembros de la Fed se esmeraron en hacer ante la inesperada reacción del mercado luego de que en mayo deslizaran que podría iniciarse antes de fines de año, y el posterior retraso del mismo hasta (previsiblemente) comienzos de 2014, han disminuido los riesgos de descarrilamiento de la recuperación. Por una parte, se ha revertido gran parte del alza en tipos de interés registrada desde mayo (ver Gráfico 2) y los mercados ahora no anticipan alzas de tipos hasta 2015. Por otra parte, han caído la volatilidad y las tensiones financieras a nivel global, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes de Asia y Latinoamérica, afectadas también por una reducción de las entradas de capital. Así, los temores de un "frenazo brusco" en emergentes han ido perdiendo paulatinamente intensidad y, al mismo tiempo, las economías emergentes muestran indicios de recuperación de la confianza y la actividad, tras el freno en los meses centrales del año.

En todo caso, el tapering terminará llegando, cambiando un escenario global de inyecciones de liquidez que favorecían flujos indiscriminados hacia mercados emergentes. El impacto del tapering una vez que efectivamente esté en marcha será, previsiblemente, una mayor discriminación de los flujos hacia economías emergentes de acuerdo a los fundamentales de cada una de ellas.

China vuelve a estimular su crecimiento, pero de una forma más acotada

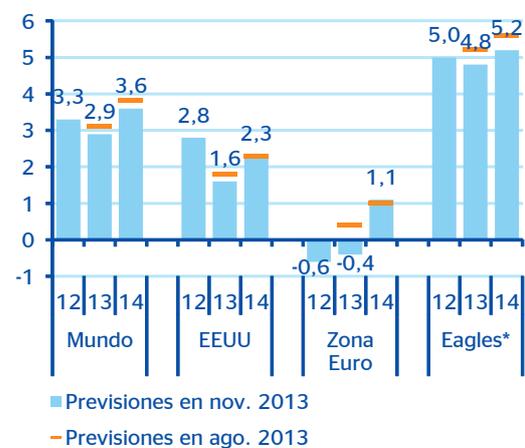
También en China se han disipado, al menos en el corto plazo, las dudas existentes a comienzos de año sobre la posibilidad de un ajuste brusco en su economía: ha mantenido un alto ritmo de crecimiento, y los datos más recientes (tercer trimestre) apuntan a que el PIB se estaría acelerando (ver Gráfico 3). Los mejores datos con relación a lo previsto a lo largo de 2013, hacen que se revisen ligeramente al alza las perspectivas anuales, del 7,6% de crecimiento al 7,7%. Aun así, persisten dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento en el medio y largo plazo ya que el reciente repunte del crecimiento ha sido resultado de la mejora de la demanda externa, pero también de medidas puntuales de política impositiva y de gasto público con un renovado recurso al crédito.

Gráfico 3
China: producción industrial (% a/a)



Fuente BBVA Research y Haver

Gráfico 4
Previsiones de crecimiento global (%)



* EAGLES es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.

Fuente BBVA Research y FMI

El acuerdo fiscal en EEUU ha sido un nuevo parche que no afronta la sostenibilidad fiscal a largo plazo y no evita el impacto contractivo a corto

El acuerdo fiscal alcanzado el 16 de octubre en EEUU es una mera prórroga de la situación actual, ya que sólo considera que el gobierno tendrá financiación hasta enero, mientras que el nuevo techo de deuda será alcanzado en febrero. Se avencinan de nuevo intensas negociaciones sobre recortes en gasto discrecional y aumento de impuestos. EEUU, por tanto, vuelve a afrontar un proceso incierto ya vivido durante estos meses y en anteriores ocasiones, algo que no puede dejar de tener consecuencias negativas. Lo más probable es que el cierre parcial del gobierno haya tenido un impacto directo relativamente marginal en el PIB del trimestre, unas pocas décimas quizá. Sin embargo, la amenaza de continuidad de este proceso puede tener un impacto adicional. En todo caso, persistirá una situación en la que las políticas económicas empujan en direcciones contrarias, con una política monetaria laxa, que lo seguirá siendo por un largo periodo de tiempo, y una política fiscal innecesariamente contractiva en el corto plazo. Así, el déficit público en EE.UU. habrá caído sin presión del mercado (al contrario que en Europa), desde el 6,8% en 2012 hasta el 4% en 2013, lo que puede suponer un drenaje de 1,3 puntos porcentuales de crecimiento del PIB en 2013. Y ello, sin abordar los retos de largo plazo de sostenibilidad fiscal de la economía norteamericana. En todo caso, en nuestro escenario central, un menor lastre fiscal en 2014 y la continuación de la recuperación permitirán un aumento del crecimiento en EE.UU., desde el 1,6% que estimamos para 2013, hasta el 2,3% en 2014 (ver Gráfico 4).

Mejora la percepción sobre Europa y se disipan los riesgos más extremos. Siguen las reformas hacia una mejor gobernanza y el crecimiento vuelve

En Europa se han confirmado las previsiones y ha continuado mejorando la situación económica, hasta el punto que la zona euro salió de la recesión en el segundo trimestre de 2013, tras 6 trimestres de recesión, con un crecimiento del 0,3%. La lectura de los datos es positiva en dos aspectos, pues el reciente rebote se fundamenta también en una mejora de la demanda doméstica y la mejora de la actividad se extiende también a la periferia, contribuyendo a eliminar los riesgos sistémicos que caracterizaron trimestres anteriores. La recuperación de actividad ha venido facilitada por una disminución de las tensiones financieras en la zona y por una relajación de los objetivos de más corto plazo de consolidación fiscal.

El aumento del PIB en esta parte del año formaba parte de nuestro escenario, y no se ha dado ningún elemento adicional que nos haga cambiar nuestra expectativa de débil recuperación. En 2013 el PIB europeo caerá un 0,4%, para crecer el 1,1% en 2014. Esta débil recuperación resulta consistente con el proceso de desapalancamiento en marcha en el sector privado de algunas de las economías del área y la fragmentación financiera aún vigente, que afecta a la capacidad de oferta de crédito bancario. Los próximos meses serán decisivos en los avances hacia la unión bancaria, con la entrada en funcionamiento del supervisor único, el BCE, y la definición de los mecanismos de resolución bancaria, sobre cuyo modelo de implementación se discute aún.

Riesgos en la previsión: sesgados a la baja pero a priori con menor probabilidad y menor impacto

Los riesgos sobre el escenario central descrito en las secciones anteriores se han reducido. Ello no quita que el balance de riesgos continúe sesgado a la baja, dada la existencia de diversos factores. Cabe señalar, en primer lugar, la posibilidad de una "salida desordenada" del QE de la Fed, que pueda generar un incremento excesivo de los tipos de interés (en EEUU, y en otros países). Unas condiciones financieras demasiado tensas para el resto del mundo, podrían abortar una recuperación global no especialmente intensa, especialmente en la zona euro.

En segundo lugar, cabe identificar como factor de riesgo el posible ajuste en el crecimiento de China y de otras economías emergentes. Esto podría ser el resultado de factores idiosincráticos, pero también resultado de los dilemas a los que se tienen que enfrentar las políticas domésticas en un entorno financiero global menos favorable.

Finalmente, hay que seguir señalando como riesgo global el resurgimiento de la crisis del euro. Las autoridades han de sostener la buena percepción de los mercados con avances decididos en el fortalecimiento de la unión monetaria, en particular en su faceta bancaria. Con todo, son diversos los elementos que podrían hacer que la mejor percepción cambiase, desde un freno en las reformas necesarias hasta resultados inesperados en los trabajos de revisión de los balances bancarios y test de resistencia a escenarios de riesgo, necesarios para la puesta en marcha del supervisor bancario único, el BCE. Finalmente, como muestran pasadas experiencias, desacuerdos en la definición de políticas que fortalezcan el área del euro, en este caso los mecanismos de resolución de entidades bancarias, pueden producir tensiones y volatilidad en los mercados financieros.

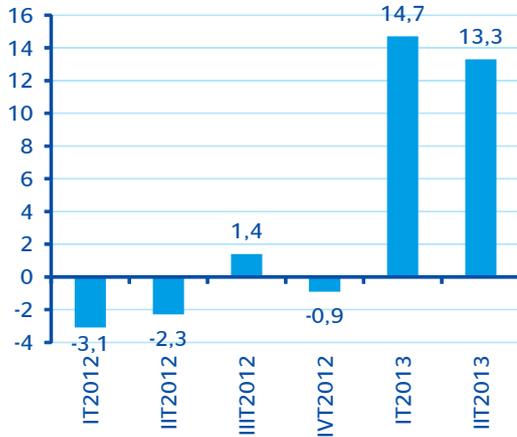
3. Paraguay: revisamos al alza previsiones de crecimiento 2013-2014

La actividad económica mostró un fuerte dinamismo en la primera parte del año, con lo que el crecimiento en 2013 superará el 12%

Durante el segundo trimestre del año el PBI creció 13.3% (ver Gráfico 5), acumulando una expansión de 14% en términos interanuales en el primer semestre. Este resultado, mayor al inicialmente esperado, nos ha llevado a incrementar nuestra proyección de crecimiento de 11,6% a 12,5% para el 2013.

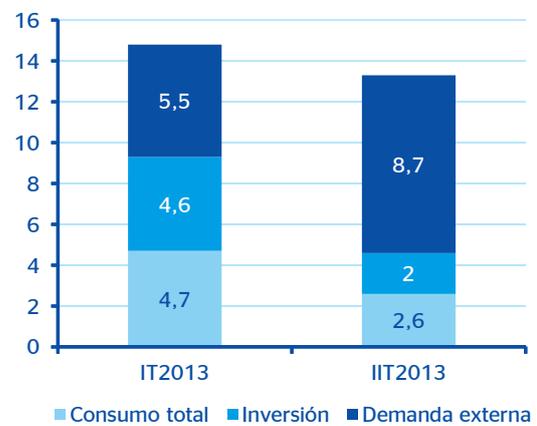
Por el lado del gasto, el principal impulso provino de la demanda externa, la cual explicó el 65% del crecimiento del semestre (ver Gráfico 6). El valor de las exportaciones registradas hasta octubre totalizó USD 8232 millones, un 34% más que similar periodo del año previo, favorecidas por las buenas condiciones climáticas y el récord de cosecha de agrícola. Entre los principales productos vendidos destacan la semilla de soja (con una participación de 30%), así como la harina y el aceite de soja. Otro producto que registró un fuerte crecimiento en exportaciones fue la carne vacuna, después de recuperarse de la crisis de la fiebre aftosa registrada desde setiembre del 2011. Otro componente de la demanda que registró una fuerte expansión fue la formación bruta de capital con un crecimiento de 21,3% durante el primer semestre del año, debido a los mayores niveles de inversión extranjera directa, así como, a inversiones locales motivadas por la recuperación económica de los principales impulsores de la economía (como el sector agropecuario, manufacturero, construcción). Finalmente, un poco más rezagado, se ubicó el consumo privado, que se expandió a una tasa de 3,6% interanual en similar periodo.

Gráfico 5
Crecimiento del PIB (Var. % interanual)



Fuente: BCP

Gráfico 6
Contribución al crecimiento (puntos porcentuales)



Fuente: BCP

El crecimiento relativamente acotado del consumo privado (ver Tabla 1) se ha reflejado en el bajo ritmo de expansión del estimador de cifras de negocios (1,5% interanual en agosto). Incluso, se registran caídas en rubros como tiendas de vestir, equipamiento del hogar, electrónica, entre otros, aunque parte de esta desaceleración de las ventas podría estar vinculada a un entorno comercial más débil en las zonas fronterizas debido a la depreciación del real frente al guaraní. Cabe agregar que el comportamiento del consumo también se habría visto afectado por los mayores niveles de endeudamiento de las personas en el año 2012, producto de la contracción del producto interno que se consideró transitoria (ver Gráfico 7). Otra posible explicación es que el crecimiento del PIB se concentra solo en algunos sectores de la población y por tanto los ingresos no llegan al resto de segmentos de la economía.

Tabla 1
Indicadores de consumo privado
(variación interanual)

	2012				2013	
	I	II	III	IV	I	II
Consumo privado	1,4	1,2	1,2	0	4,6	2,6
Bienes no durables	1,4	1,7	1,4	-0,1	3,2	-1,4
Bienes semidurables	-0,2	-0,2	-0,9	-0,1	-7,8	-7,9
Bienes durables	-2,2	-1,1	0	0	9,1	12,2
Consumo de electricidad	4,3	1	1,3	0,7	11,5	15,7

Fuente: BCP

Gráfico 7
Tarjetas de crédito, monto consumido
(millones de guaraníes)



Fuente: BCP

Por el lado sectorial, el buen desempeño de la economía paraguaya se debió a las favorables condiciones climáticas que han beneficiado a la actividad agrícola (ver Gráfico 8). En este sentido, luego de que la producción de este sector cayera 28,3% en el año 2012, en el primer semestre del 2013 se expandió 46,7%. Dado el peso que tiene dicha actividad en la economía del país (alrededor de 17,4%), el impulso que le ha dado al crecimiento del PIB ha sido significativo, explicando casi la mitad del mismo.. Luego de la sequía registrada en el año previo, la cosecha

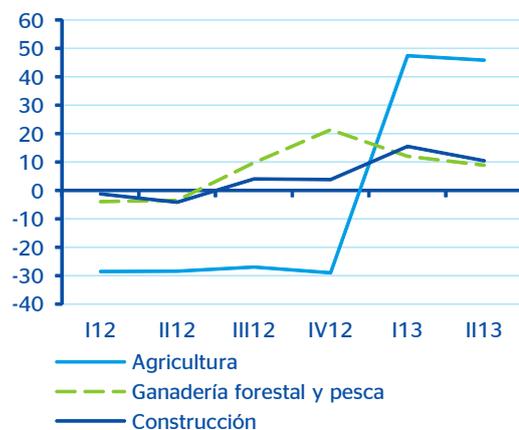
de soja se recuperó fuertemente y las exportaciones de granos de soja han registrado una expansión de 75,4% al II trimestre (ver Gráfico 9). El complejo sojero es responsable del 45% del total de los ingresos a nivel país (USD 8.233 millones en lo que va del 2013), seguido por el comercio de energía eléctrica y las ventas de carne vacuna. Además de la soja, cultivos como el maíz y la mandioca también registraron óptimos rendimientos.

Otra actividad que ha registrado una fuerte expansión es la ganadería, favorecida por la recuperación de los mercados de exportación de carne vacuna (a setiembre la facturación del negocio cárnico sumó USD 995 millones, USD 75 millones menos que todas las exportaciones del 2012). Rusia sigue siendo el principal mercado de la carne bovina paraguaya (62% del volumen de envíos entre enero y agosto del 2013); sin embargo, y pese a que el volumen de ventas a este país se incrementó, su participación se redujo (antes representaba 77%), aumentando los envíos a países como Brasil, Israel y Chile. Las perspectivas de la ganadería siguen siendo positivas, en un contexto en el que la Organización Mundial de la Salud Animal (OIE) comunicó la primera semana de noviembre la restitución del estatus certificación OIE de país libre de aftosa con régimen de vacunación, que se perdió en setiembre del 2011. Esta certificación favorecerá la entrada en mercados Premium como la Unión Europea e incrementará la demanda internacional. El buen desempeño del sector agropecuario ha beneficiado además a las industrias vinculadas a él, como la producción de carne y aceites. La mayoría de los sectores industriales han presentado resultados positivos, destacando textiles y prendas de vestir, cueros y calzados, entre otros.

Por otro lado, el sector construcción continúa creciendo a tasas de dos dígitos, aunque en el segundo trimestre (10.5% a/a) la expansión fue menor que la registrada en el periodo enero-marzo (15%). El principal factor que ha influido en esta la desaceleración es la falta de fondos por parte del sector público, lo que paralizó el avance de varios proyectos ya programados. A pesar de esto, el crecimiento de la construcción seguirá en lo que queda del año así como en el 2014, impulsado principalmente por el desarrollo de obras del sector privado.

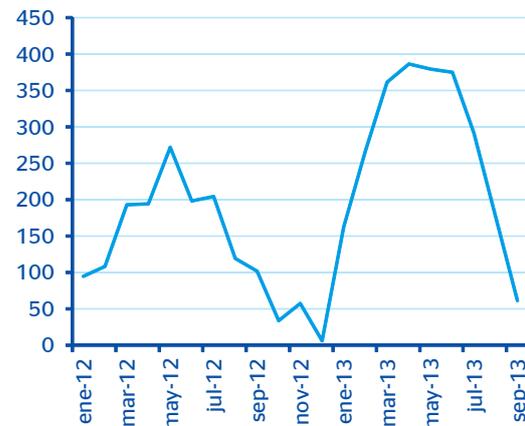
El PIB excluyendo al sector agrícola registró una variación acumulada de 8,4% durante el primer semestre del 2013, similar al registrado en el sector manufactura y minería. Los sectores electricidad y agua fueron los que acumularon la menor tasa de crecimiento en similar periodo (0.8%), seguido por impuestos a los productos (2,7%).

Gráfico 8
Crecimiento sectorial (var. % interanual)



Fuente: BCP

Gráfico 9
Exportaciones de semilla de soja (miles de USD)



Fuente: BCP

El crecimiento económico ha venido acompañado de incrementos en los niveles de empleo e ingresos. Según datos del Banco Central, el número de personas ocupadas registró un aumento de 5,8% a/a durante el segundo trimestre del año. Sectores como servicios de comercio, restaurantes y hoteles, transportes, comunicación, finanzas e inmuebles favorecieron un desempeño positivo, contrarrestando los resultados de actividades como construcción y, en menor, medida manufactura. La tasa de desempleo abierto, correspondiente al total de las personas desocupadas en Paraguay, se ubicó en un 8% en el segundo trimestre del 2013, ligeramente por debajo del observado en el primer trimestre del año (8.3%). Además, el ingreso medio mensual se incrementó 6,3% (4,8% en términos reales) en el 2T2013 respecto a similar periodo del año previo.

En el balance, la evolución observada del PIB y de los principales indicadores de actividad en la primera parte del año, así como el hecho de que el crecimiento del 2013 se produce luego de un año muy negativo, dejando una baja base de comparación, nos llevan a ajustar al alza nuestra previsión para este año de 11,6% a 12,5%, con un sesgo al alza.

Moderación gradual del crecimiento a partir de 2014

Para el 2014 esperamos una expansión del PIB de 5,3%, más en línea con el ritmo de crecimiento sostenible en el mediano plazo. Entre los principales drivers que estarían detrás de este comportamiento de la actividad se encuentran la inversión y las exportaciones. En cuanto a la formación bruta de capital, nuestra previsión toma en cuenta que el Estado buscará impulsar la inversión en infraestructura y agricultura. En este sentido, cabe mencionar que a inicios de noviembre el gobierno aprobó la Ley N°5102 "De promoción de la inversión en infraestructura pública y ampliación y mejoramiento de los bienes y servicios a cargo del Estado", más conocida como Ley de Alianza Público-Privada (APP), cuyo objetivo principal es establecer normas y mecanismos para promover las inversiones en infraestructura con modelos de negocio como concesión, fideicomisos, leasing entre otros. Mediante la Ley de APP el Gobierno planea priorizar unos 10 proyectos y alrededor de 80 se encontrarían en cartera. Los proyectos que despiertan mayor interés por parte de los inversionistas se encontrarían en los sectores de transportes, energía, turismo e infraestructuras viales y portuarias. La aprobación de esta ley, así como las buenas perspectivas de los principales sectores económicos beneficiarían el clima de negocios incrementando más aún las expectativas del sector privado. Según el sondeo de Expectativas de Variables Económicas (EVE) realizado por el Banco Central, los agentes económicos esperan en octubre un crecimiento de 5,8% del PIB para el año 2014, superior al crecimiento que se esperaba en enero (4,3%).

En cuanto a la demanda externa, esta se vería beneficiada de una buena campaña agrícola, aunque sin alcanzar los niveles record registrados en el 2013. Según proyecciones del Departamento de Agricultura de Estados Unidos y del Ministerio de Agricultura, Paraguay tendría otra superzafra de soja en el 2014, (cosecha de aproximadamente 9 millones de toneladas). El área cultivada de soja experimentará una expansión cercana al 5% en la campaña 2013-2014 y rondará las 3.3 millones de hectáreas. Sin embargo, se prevé que el rendimiento disminuya a 2.71 toneladas por hectárea (2.97 en la campaña anterior). Otro factor a tomar en cuenta son las reducciones moderadas que se esperan en los precios de la soja. A setiembre del 2013, la cotización promedio en el mercado de Chicago se ubicó en USD 510.5 la tonelada, 17,5% por debajo del mismo mes del año previo. Además dado que la producción de soja podría alcanzar máximos históricos en 2013/2014 los precios de los futuros continúan a la baja. En el caso de la soja está siendo cotizada a USD 450 la tonelada para entrega en mayo (vs USD500 en 2013) según estadísticas de la Bolsa de Valores de Chicago.

Gráfico 10
Proyección de PIB (Var. % interanual)



Fuente: BCP, BBVA

Gráfico 11
Proyecciones precio de la soja (Índice 2008=100)



Fuente: BBVA

Aunque las perspectivas del sector agrícola vienen bien para el 2014, la venta de granos a futuro ha presentado algunos problemas debido a la incertidumbre que se ha generado en torno a la Ley del Impuesto a la Renta Agropecuaria (IRAGRO). La falta de reglamentación de dicha Ley ha generado que los productores no puedan firmar contratos a futuro, distorsionando la cadena comercializadora que operaba sin mayores problemas para esta campaña. A esto, además se suman los cambios en IVA agrícola y la propuesta de establecer un impuesto a la exportación de granos (Ver Recuadro 1).

En cuanto al sector ganadero las perspectivas son favorables para el próximo año. Por un lado, esperamos que continúe la recuperación de los mercados de exportación de carne dada la restitución del estatus certificación OIE de país libre de aftosa con régimen de vacunación por parte de la Organización mundial de la Salud Animal lo que permitiría a Paraguay expandir las exportaciones a nuevos mercados internacionales. Además se esperan precios favorables de los cortes, con un incremento de alrededor de 15% en el precio del ganado en 2014.

Recuadro 1: Cambios tributarios sobre el sector agrícola

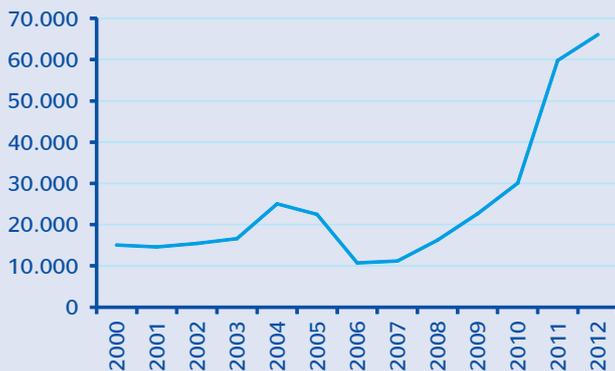
A inicios de octubre el Poder Ejecutivo promulgó la Ley N° 5061 que crea el Impuesto a la Renta sobre Actividades Agropecuarias, IRAGRO, y generaliza el IVA al sector agropecuario. La reglamentación de esta norma así como la entrada en vigencia de la misma será establecida por el Ejecutivo en un plazo de 90 días. Entre los principales objetivos que persigue la ley se encuentran mejorar el control de las empresas agroexportadoras, reducir la informalidad e incrementar los ingresos fiscales.

Antes de esta norma, existía el Impuesto a la Renta Agropecuaria (IMAGRO), que básicamente funcionaba como un impuesto al valor de las tierras agrícolas, con un tratamiento diferenciado en función al tamaño del

inmueble, lo que generaba incentivos para declarar valores de inmuebles en fincas pequeñas o medianas sujetas a una tasa menor. Dado esto, la recaudación por IMAGRO ha sido muy poco significativa para los ingresos fiscales (ver Gráfico 12), representando al 2012 solo el 0.5% de la recaudación total (ver Gráfico 13), en contraste con el 17% que pesa la actividad agrícola en el PIB. Con la nueva ley se establece que el cobro se realizará sobre las ganancias (ingresos menos egresos) y ya no sobre la superficie cultivada y la extensión de la tierra. La tasa fijada es de 10% sobre la renta y quedan exonerados aquellos productores con ganancias menores de 36 salarios mínimos.

Gráfico 12

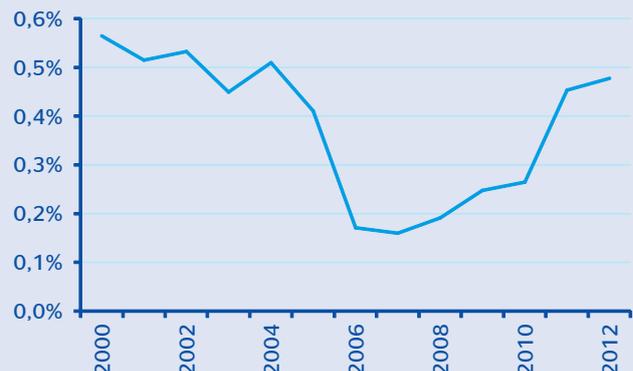
Recaudación IMAGRO (millones de Gs)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 13

Participación del IMAGRO en los ingresos tributarios (%)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Los contribuyentes del Impuesto a la Renta de las Actividades agropecuarias están sujetos a los siguientes regímenes de liquidación:

- a) Régimen de liquidación del pequeño contribuyente rural: empresas cuyos ingresos devengados en el año anterior sean inferiores a Gs. 500 millones. Su renta se podrá determinar sobre base real (ingresos menos egresos) o sobre base presunta (30% de la facturación bruta anual). Sobre el monto menor de estos dos deben pagar el 10% del impuesto
- b) Régimen de liquidación del contribuyente rural: para aquellos productores cuyos ingresos devengados en el año anterior se encuentren entre Gs. 500 millones y Gs. 1.000 millones. El impuesto se pagará sobre la ganancia real (ingresos menos egresos) y pueden incluir en sus egresos la compra de Activos Fijos como maquinarias, rodados, corrales, alambrados, etc. El porcentaje del impuesto es del 10%.
- c) Régimen de liquidación por resultado contable para aquellos productores que superen una facturación anual

de Gs. 1.000 millones. Deben llevar una contabilidad completa según las normas generalmente aceptadas de Contabilidad. El impuesto lo pagarán sobre su ganancia real y no pueden incluir dentro de sus gastos la compra de Activos Fijos.

Por otro lado, la generalización del Impuesto al Valor Agregado (IVA) implica que dicho tributo alcanza ahora a los productos agrícolas, frutícolas y hortícolas en estado natural y animales vivos, de los bienes de la caza y de la pesca. La tasa de IVA aprobada es del 5%, y el Poder Ejecutivo queda autorizado a incrementar, así como a fijar tasas diferenciales entre el 5% y el 10% para todos los productos, bienes y servicios alcanzados por este tributo. Por un error en la redacción de la Ley, el IVA a los productos agropecuarios no podrá entrar en vigencia en el 2014.

Se estima que con esta nueva regulación tributaria los ingresos fiscales ascenderían a USD 250 millones adicionales y se captarían alrededor de 120000 nuevos contribuyentes.

Crecimiento potencial de la economía paraguaya podría elevarse

Para los siguientes años, esperamos que el crecimiento del PIB se mantenga alrededor de 4,5%, en línea con su tendencia de largo plazo. Sin embargo, consideramos que el potencial de crecimiento de la economía paraguaya podría ser incluso mayor en la medida en que se atiendan reformas que permitan sostener tasas de expansión del PIB más altas, especialmente en campos como infraestructura, educación y formalización de la economía. Su cercanía con mercados grandes como por ejemplo Brasil, así como el potencial hidroeléctrico que posee Paraguay son factores que podrían también jugar a favor de un mayor dinamismo económico.

Dos elementos claves para impulsar el crecimiento son elevar la competitividad y mejorar el clima de negocios. Según el Reporte de Competitividad Global 2011-2012 del World Economic Forum, Paraguay ocupa el puesto 122 en competitividad de un total de 142 países. El reporte revela las áreas en las que se podría avanzar, resaltando: infraestructura, mayor educación de la fuerza laboral, mejora de la burocracia estatal y flexibilizar la regulación laboral. Por otro lado, según el reporte Doing Business 2014, Paraguay descendió seis puestos en el ranking de las economías que otorgan mayores facilidades al sector privado para hacer negocios, ubicándose en el puesto 109 de 189 países. En este sentido, resulta positiva la intención del Gobierno de incrementar los niveles de inversión en infraestructura. Al respecto, destaca la recién aprobada Ley de APP (Asociaciones Público Privadas) apuntan en esta línea, la que se estima podría ayudar a generar negocios por USD30000 millones para los próximos 10 años. Cabe agregar que dentro de las líneas estratégicas fijadas por el Gobierno entrante para el periodo 2013-2018 se encuentran la aceleración de todas las inversiones en ejecución, la revisión de los proyectos en carpeta para asegurar su calidad y alinear los costos a los parámetros internacionales, la presentación de macroproyectos para participación privada en infraestructura vial, ferroviaria, portuaria, aeroportuaria y energética, un plan de obras de infraestructura a ser realizados por el Estado con financiamiento cierto, el inicio del programa de agua y alcantarillado, el impulso a los programas de caminos rurales; la revisión, compilación y adecuación del marco legal para dar previsibilidad a las inversiones nacionales y extranjeras.

4. Inflación baja permite al BCP mantener pausa monetaria por el momento

En la segunda mitad del año, la tendencia decreciente que mostró la inflación en los meses previos empezó a revertirse. Los precios de la carne se incrementaron como consecuencia de la mayor apertura de los mercados externos, lo que redujo la oferta local. Además, los precios de la harina y panificados también aumentaron, en línea con la mayor cotización del trigo en el mercado local. Esto último se explica por la escasez de este cereal dado el mayor nivel de exportaciones del mismo, especialmente al mercado brasilero que ofrece una mejor cotización. Otros rubros que registraron incrementos hacia la segunda mitad del año, aunque en menor medida que los mencionados anteriormente, fueron comunicaciones (por ajustes en las tarifas de telefonía móvil) y alojamiento y mantenimiento de la vivienda. En el rubro servicios se registraron mayores precios en alojamiento en hotel, suministro de agua, peluquería, paquetes turísticos al exterior, entre otros. Dadas estas tendencias en los precios y una moderación en el ritmo de expansión de la economía, proyectamos que la inflación se ubicará en 3,9% al cierre de 2013 y en 4,7% a fines del próximo año, dentro del rango meta establecido por el Banco Central (5%, +/-2pp).

Dado que las presiones de demanda sobre los precios se han mantenido acotadas (el consumo interno viene creciendo a tasas moderadas), y que los incrementos que se han registrado en los precios en la segunda mitad de año han estado concentrados en algunos bienes y servicios específicos, el Banco Central dejado su tasa de política monetaria sin cambios en 5,5%, nivel

vigente desde agosto del 2012. Para el próximo año esperamos que la tasa se mueva hacia niveles más neutrales (proyectamos que se ubicará en 6,0%) en un contexto en el que la inflación se mantendrá dentro del rango meta y el crecimiento alrededor del potencial.

Gráfico 14

**Inflación total y subyacente
(variación porcentual interanual)**



Fuente: BCP, BBVA

Gráfico 15

Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: BCP

En cuanto al tipo de cambio, en lo que va del 2013 ha registrado un incremento cercano al 4% (Ver Gráfico 16). El BCP ha intervenido en el mercado cambiario para moderar episodios de volatilidad cambiaria, acumulando un total de ventas netas en el año de USD 267 millones. A pesar de esto, el nivel del Reservas Internacionales Netas (RIN) está en torno al 19,9% respecto al PIB, superior al promedio de los últimos 12 meses (18,9% del PIB). Para lo que queda del 2013 esperamos una ligera depreciación de la moneda hasta ubicarse en niveles algo por encima de Gs 4500 por dólar. Para el 2014 las presiones sobre el tipo de cambio que pudieran ocasionarse por entradas de dólares producto de exportaciones de productos agrícolas y carne (en línea con las perspectivas favorables de estos sectores, mencionadas anteriormente) así como los mayores flujos de capitales atraídos por mejores condiciones de inversión en el país (entre otras medidas, Ley de APP) se contrarrestarían con el envío de remesas de multinacionales así como por mayores niveles de importaciones (que esperamos crezcan 3,8%, tasa superior a la esperada para las exportaciones 3.5%). En línea con esto, esperamos que el tipo de cambio al cierre del 2014 se ubique en niveles similares a los de este año.

Por otro lado, dada la recuperación del sector agrícola y los mayores niveles de exportaciones registrados, esperamos un superávit en cuenta corriente de 1,2% del PIB para el cierre del 2013, el cual se reduciría hasta 0,8% en el 2014 (ver Gráfico 17). Al cierre de setiembre de este año, las exportaciones han totalizado USD 6045 millones, monto superior en 38,7% al acumulado registrado a setiembre de 2012, siendo el principal destino el MERCOSUR (55%). En el caso de las importaciones el aumento fue del 7,7% en similar periodo. Con estos resultados, la balanza comercial acumula un resultado deficitario equivalente a aproximadamente USD -2648 millones, inferior en -28,7% al déficit registrado en el mismo periodo del año anterior.

Gráfico 16

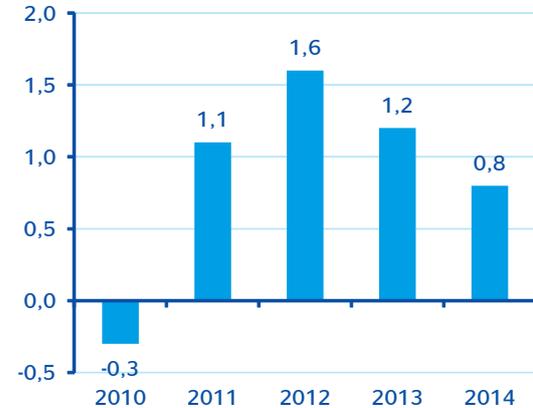
Tipo de cambio (Guaraníes por dólar)



Fuente: BCP, BBVA

Gráfico 17

Cuenta corriente (como % del PIB)



Fuente: BCP, BBVA

5. Leve deterioro de las cuentas fiscales

Para 2013 y 2014 esperamos déficit fiscales equivalentes al 0,9% y 0,5% del PIB respectivamente, menores al observado en el 2012 (1,7%, ver Gráfico 18). Sin embargo, esto no sería un problema para la sostenibilidad de las cuentas públicas ya que el ratio de deuda/PIB seguirá siendo bajo, manteniéndose alrededor del 12% del PIB.

El presupuesto para el año 2013 contemplaba una expansión de los ingresos tributarios acorde con el crecimiento del PIB; sin embargo, en lo que va del año su crecimiento ha estado muy por debajo del esperado. Este comportamiento se explica por una menor recaudación por IVA (el principal componente de los ingresos tributarios), en un contexto de limitado dinamismo del consumo privado (ver Gráfico 19). Por el lado del gasto público, la expansión de los egresos se explica, principalmente, por los aumentos salariales incorporados desde 2012. Como resultado, de acuerdo a estimaciones del Ministerio de Hacienda, la partida de servicios personales pasará a representar el 89% de los ingresos tributarios en el 2013 (65% en el 2010). Por el contrario, el Ministerio de hacienda espera una reducción en el ritmo de crecimiento de los Gastos de Capital (10,2% por debajo de lo gastado en 2012) mientras que la Inversión Física se reduciría en un 8,0%.

Para el año 2014, el Gobierno ha establecido políticas de racionalización del gasto que incluyen congelamiento de aumentos salariales, medidas de austeridad en la ejecución de gastos corrientes, entre otros. Además, la ejecución del gasto priorizará sectores sociales como educación (nutrición escolar, infraestructura educativa y tecnología informática), salud, producción (pequeños productores rurales y cooperativización) e infraestructura productiva (caminos rurales y vías de acceso). Se espera también una reducción del gasto en inversión pública que se compensará con financiamiento bajo la modalidad de APP, en línea con la ley recién aprobada. Asimismo, el presupuesto 2014 contempla un incremento de 24% en los ingresos totales con respecto al estimado del 2013. Los ingresos totales a ser recaudados durante el año 2013 serían equivalentes al 16,4% del PIB y llegarían al 18,6% en el 2014, en tanto que la presión tributaria representaría el 11,0% del PIB en el 2013 y el 11,6% en el 2014.

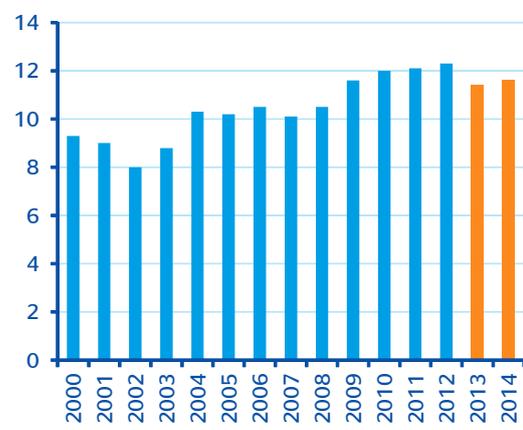
Un tema a destacar es la presentación de la Ley de Responsabilidad Fiscal que, entre otras medidas, establece un límite en el incremento anual del gasto corriente primario del sector público, el cual no podrá exceder la tasa de inflación interanual más 4 puntos porcentuales. Además, en años de elecciones se establece que el gasto corriente primario entre enero y julio no será mayor al 60% del presupuesto aprobado. Otra de las medidas que se contemplan en la Ley es que el déficit fiscal anual de la Administración Central, incluidas las transferencias, no podrá ser mayor al 1.5% del PIB estimado para dicho periodo.

Gráfico 18
Resultado fiscal



Fuente: BCP, BBVA

Gráfico 19
Presión tributaria



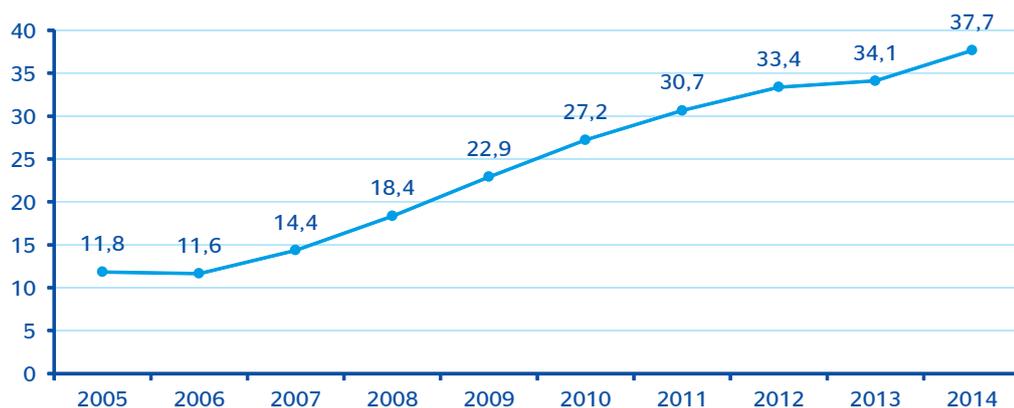
Fuente: BCP, Ministerio de Hacienda

Las políticas implementadas parecen ser positivas y contribuirán a preservar la fortaleza de las cuentas fiscales como un factor que ayudará a mitigar las fluctuaciones del producto. A pesar de las medidas tributarias adoptadas recientemente (creación del IRAGRO y generalización del IVA), la recaudación tributaria aún seguirá siendo baja (el nivel de presión tributaria se encuentra entre los más bajos en la región). Incrementar la recaudación será clave para mejorar la situación de las cuentas fiscales, lo que requerirá elevar los niveles de formalización de la actividad económica.

6. Expansión del crédito mantendrá su dinamismo

Esperamos que después de la desaceleración del crédito registrada en el 2012 e inicios del 2013, el crédito del sistema financiero continúe recuperándose en los próximos meses. Para este año estimamos que el crecimiento de las colocaciones podría ubicarse alrededor de 20% y que en 2014 se registrará una ligera moderación. Con esta evolución, la profundización bancaria (medida como el ratio de créditos sobre PIB) continuará elevándose, a un ritmo similar al de 2007-2012 (ver Gráfico 20).

Gráfico 20
Crédito como % de PIB



Fuente: BCP, BBVA

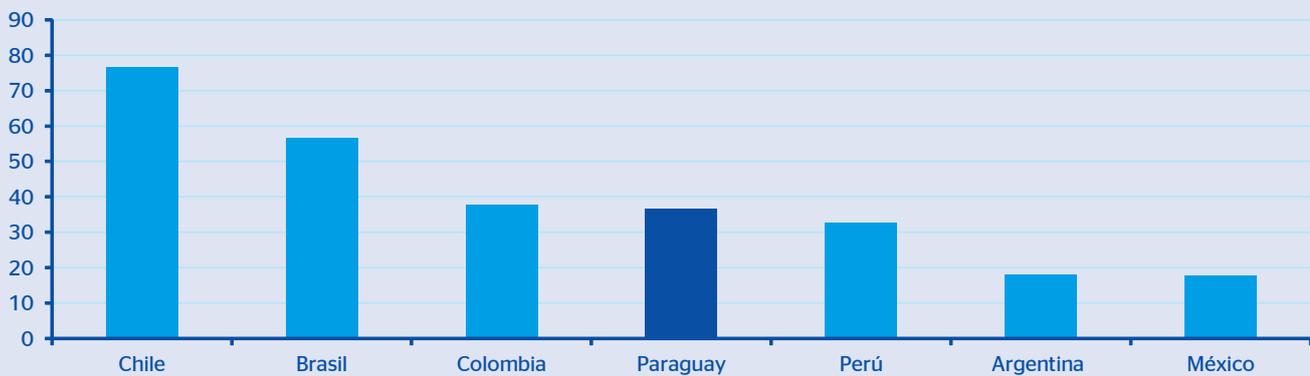
Recuadro2: Bancarización e inclusión del sistema financiero Paraguayo

En los últimos años los niveles de profundización financiera en Paraguay, han mostrado una tendencia creciente, de la mano con altas tasas de crecimiento del crédito y de los depósitos. El ratio de créditos como porcentaje del PBI se ubica en niveles de 36%, superando a países como México, Perú o Argentina, aunque por debajo de los

niveles registrados en Chile o Brasil (ver Gráfico 21). A pesar de estas mejoras aún queda mucho espacio por recorrer para incrementar los niveles de bancarización e inclusión financiera. En el 2009, un estudio del BM estimó que un 70% de la población se encontraba excluida del sistema financiero formal.

Gráfico 21

Crédito como % de PIB



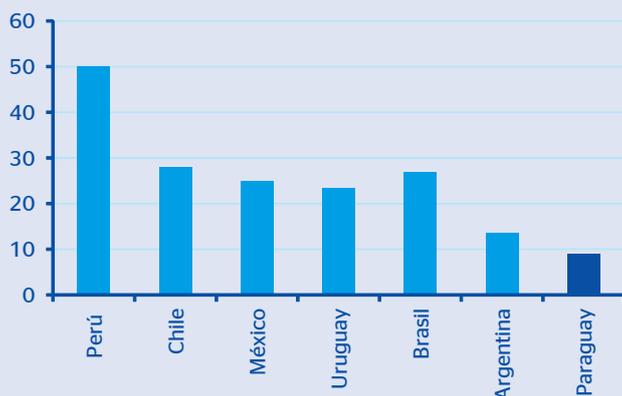
Fuente: SBS, BCP

A nivel de indicadores que facilitan el acceso a los servicios financieros, Paraguay luce algo rezagado en la región. Así, el número de sucursales por cada 100 mil habitantes se

ubica en 8,9 y el de cajeros automáticos por cada 100 mil habitantes en 15,1.

Gráfico 22

LATAM: sucursales por cada 100 mil habitantes

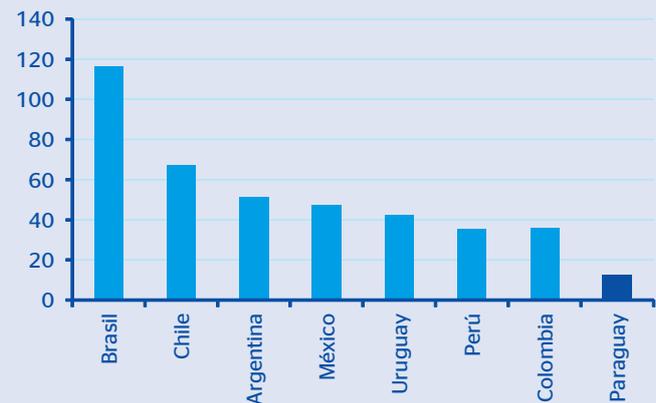


Fuente: FMI

Cabe señalar que según la encuesta de Situación de Crédito del BCP, el 21% de las entidades financieras perciben que la coyuntura es óptima para otorgar créditos al sector privado, considerando en primer lugar aspectos económicos seguidos de factores políticos y climáticos (ver Gráfico 24). Entre los principales factores que pueden impedir la concesión de una mayor cantidad de

Gráfico 23

LATAM: ATM por cada 100 mil habitantes



Fuente: BCP

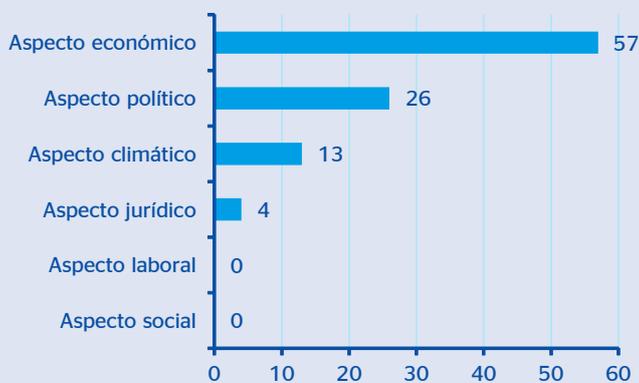
créditos al sector privado destaca la falta de información del cliente (ver Gráfico 25), lo que podría estar vinculado con las características de informalidad de la economía. En este sentido, incrementar los niveles de crédito en la economía pasaría por contar con mayor información sobre los prestatarios siendo una alternativa el desarrollo de mejores centrales de información de riesgos privadas.

Las entidades financieras manifiestan además contar con los recursos suficientes para atender un escenario de crecimiento de la demanda de crédito sin mayores inconvenientes, aunque la escasez de depósitos de largo plazo podría presentarse como un limitante para otorgar créditos de largo plazo. A nivel sectorial, el 52% de las instituciones financieras manifiestan haber registrado un aumento significativo de las colocaciones en el sector agricultura, porcentaje que se reduce a 9% en ganadería

y a 9% en industria. En cuanto al crédito de consumo las instituciones financieras manifiestan que este se ha mantenido en niveles constantes en los últimos meses. Por el lado del acceso al crédito esta misma encuesta manifiesta que el 43% de las entidades considera que el acceso para familias o microcrédito personal es medio, siendo el riesgo y el historial del cliente los factores que más peso tienen en la concesión de los mismos.

Gráfico 24

¿Cuáles son los aspectos que usted considera primordiales al momento de evaluar la situación coyuntural adecuada?



Fuente: BCP

Según indica el informe de estabilidad financiera del Banco Central de Paraguay entre las Normativas tendientes a la Bancarización destacan:

- **Corresponsales No Bancarios (CNB):** En el año 2011 el BCP emitió la reglamentación que permite llevar a cabo transacciones financieras por medio de terceros que cuentan con la autorización de las entidades financieras para la prestación de servicios financieros, denominados Corresponsales No Bancarios. Estas empresas no se encuentran en relación de dependencia de los distintos bancos o financieras. Los servicios que prestan los CNB permiten incrementar el número de las distintas transacciones financieras especialmente en áreas o regiones alejadas y de difícil acceso.
- **Cuentas Básicas de Ahorro:** en julio del 2013 el BCP emitió la normativa de Cuentas Básicas de Ahorro. Este producto facilita el acceso a los depósitos bancarios ya que no requiere montos mínimos de apertura ni saldos mínimos promedio. Además su apertura puede realizarse sin presencia física del interesado, pudiendo hacerlo a través de medios electrónicos como ser los teléfonos móviles. Estas cuentas pueden contribuir a la bancarización especialmente de personas de bajos ingresos y jóvenes.

Gráfico 25

¿Cuáles son los principales factores que pueden impedir la concesión de una mayor cantidad de créditos al sector privado?



Fuente: BCP

Por otro lado, la fuerte penetración de la telefonía móvil en Paraguay ha servido para desarrollar productos de banca electrónica o billetera electrónica, principalmente usados para el caso de envío de remesas. En el 2008 Tigo, operador de telefonía con el 55% del mercado, introdujo un servicio de dinero móvil bajo el producto de "TigoCash", que funcionaba como una billetera electrónica multifuncional, enfocada en pagos al por menor. Luego, este producto se relanzó en el 2010 bajo el nombre de "Giros Tigo", como un sistema de remesas con un modelo "over the counter" en el cual el remitente visita un agente para enviarle dinero electrónico a un beneficiario, el cual recibe una notificación vía SMS lo que le permite visitar un agente para efectivizar el dinero por medio de su PIN de seguridad. Este modelo ha funcionado bien en Paraguay, incentivando la inclusión a través de canales económicos y de fácil acceso, el BCP estima que existen 60000 usuarios activos de dinero móvil.

7. Tablas

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	13,1	4,3	-1,2	12,5	5,3
Inflación (% a/a fdp)	7,2	4,9	4	3,9	4,7
Tipo de cambio (vs USD, fdp)	4571	4433	4285	4514	4533
Tasas de interés (% fdp)	5,3	7,25	5,5	5,5	6
Consumo privado (% a/a)	13,7	8,6	1	4,5	4,7
Consumo público (% a/a)	12	5,3	21	11,6	10,7
Inversión (% a/a)	22,7	10,8	-7,5	15	5,6
Saldo Fiscal	1,2	0,7	-1,7	-0,9	-0,5
Balanza por cuenta corriente	-0,3	1,1	1,6	1,2	0,8

Fuente: BCP, BBVA Research

Tabla 3

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	-3,1	3,3	4284	6,50
T2 12	-2,3	3,9	4529	6,25
T3 12	1,4	2,8	4419	5,50
T4 12	-0,9	4,0	4285	5,50
T1 13	14,7	1,2	3997	5,50
T2 13	13,3	1,7	4477	5,50
T3 13	12,4	3,2	4439	5,50
T4 13	9,7	3,9	4514	5,50
T1 14	4,6	4,8	4505	5,50
T2 14	6,9	5,7	4510	6,00
T3 14	5,5	5,3	4534	6,00
T4 14	4,5	4,7	4533	6,00

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 Perú:*Economista Jefe de Perú*

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

Daniel Barco
+51 1 2111548
daniel.barco@bbva.com

Isaac Foinquinos
+51 1 2111649
ifoinquinos@bbva.com

Rosario Sánchez
+51 1 2112015
rdpsanchez@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

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam
Juan 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
Oswaldo López
oswaldo.lopez@bbva.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

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

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

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Perú
Av. República de Panamá 3055
San Isidro
Lima 27 - Perú
Teléfono: + 51 1 2112042
E-mail: bbvaresearch_peru@bbva.com
www.bbvaresearch.com