

Situación Paraguay

Primer Semestre 2014
Análisis Económico

- **La recuperación global continuará, con China creciendo menos**, lo que tendrá impactos acotados y heterogéneos a nivel mundial.
- **Paraguay crecerá 5,3% y 4,2% en 2014 y 2015**. Esta previsión considera un sector agrícola que seguiría fuerte y mayor impulso de inversión, tanto privada como pública, en un contexto de aprobación de la Ley de APP.
- **La inflación volvería al rango meta. El Banco Central mantendrá la tasa de referencia en lo que resta del año**. Mantenemos nuestra proyección de inflación de 4.7% para el cierre del 2014 y de 5% para el año 2015. Aunque al mes de abril la inflación interanual se ubica en 6,4%, esperamos que los ajustes realizados en la política monetaria ajusten la demanda interna y reduzcan presiones inflacionarias.
- **Los principales factores de riesgo para Paraguay provienen por el lado externo**. Dada la importancia que tienen las exportaciones en el país, una desaceleración de la economía mundial, especialmente del Mercosur, afectaría de manera importante el crecimiento del PIB.

Índice

1. Resumen	3
2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED	4
3. Paraguay: el crecimiento se moderará hacia tasas sostenibles durante 2014 y 2015	7
Recuadro 1. Ley de APP y el impacto esperado sobre inversión	11
Recuadro 2. Competitividad en Paraguay	13
4. Para el 2014 y 2015 esperamos resultados deficitarios en las cuentas fiscales	14
5. Mayores precios de la soja incidirán positivamente sobre la cuenta corriente	16
6. Tras el ajuste monetario, inflación convergería a la meta del BCP	17
7. Principales riesgos	18
8. Tablas	19

Fecha de cierre: 15 de mayo de 2014

1. Resumen

El crecimiento económico mundial se acelerará en los próximos dos años, pero algo menos de lo que preveíamos hace tres meses. A principios de año la actividad global continúa recuperándose, en un entorno de mejora cíclica en las economías avanzadas. Estados Unidos, por ejemplo, ha superado el impacto de un invierno inusualmente frío y el segundo trimestre inicia de un modo algo más robusto que el primero, lo que es coherente con que estemos manteniendo nuestra previsión de crecimiento para esa economía en 2,5% tanto para 2014 como para 2015. El panorama en las economías emergentes es distinto. Algunas de ellas se vienen desacelerando. En China, en particular, el crecimiento se moderó a principios de año y los indicadores apuntan a que pierde inercia cíclica, sobre todo por el lado del gasto de inversión. Seguimos esperando que el crecimiento económico mundial se acelere en los próximos dos años, y alcance un ritmo de 3,4% en 2014 y de 3,8% en 2015.

En el caso de la economía paraguaya, hemos mantenido nuestras proyecciones de crecimiento en 5.3% para 2014 y en 4.2% para el próximo año. Los principales elementos detrás de estas previsiones son: (i) el buen desempeño que mostrarán las exportaciones, favorecidas por una buena campaña agrícola así como por los mayores niveles de ventas al exterior de carne una vez re establecidos los mercados internacionales y, (ii) el dinamismo de la inversión, tanto pública como privada, la que se verá impulsada por la ley de Asociación Público Privada (APP), la solidez de la confianza empresarial que se encuentra en su nivel más alto desde 2011 y la superación de problemas de ejecución en el gasto de capital del sector público. Para los siguientes años el PIB se expandiría a tasas más cercanas a su potencial, el cual estimamos se ubica alrededor de 4,5%.

Por el lado sectorial, además de las buenas perspectivas que se tienen tanto para la agricultura como para la ganadería, esperamos también un desempeño favorable de la construcción impulsada por la inversión privada y pública. Otro rubro que muestra un desarrollo creciente es la industria maquiladora. En el periodo que lleva la actual administración estatal, el Ministerio de Hacienda aprobó 17 nuevos programas de inversión privada en esta industria bajo la ley de la industria maquiladora, de los cuales 12 corresponden a empresas brasileras.

La expansión del PIB para los próximos años será acompañada de niveles moderados de inflación, la que esperamos se ubicará dentro del rango meta establecido por el Banco Central (5%; +/- 2pp), luego del ajuste monetario realizado desde fines del 2013.

En cuanto al resultado fiscal, esperamos déficit moderados de 0.5% y 0.4% del PIB para el 2014 y el 2015, por lo que no se verá afectada la sostenibilidad de las cuentas públicas (se proyecta que el ratio de deuda/PIB continuará alrededor del 12% del PIB, inferior al promedio de la región). Por el lado externo, prevemos que el superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos será equivalente al 1% del PIB, algo mayor a lo que anticipábamos en nuestro reporte anterior (0,8% del PIB) debido a los mejores precios de la soja en el primer trimestre del año y al ajuste al alza en nuestras proyecciones de exportaciones. Para los próximos dos años esperamos que la cuenta corriente siga mostrando resultados positivos cercanos al 0,7%.

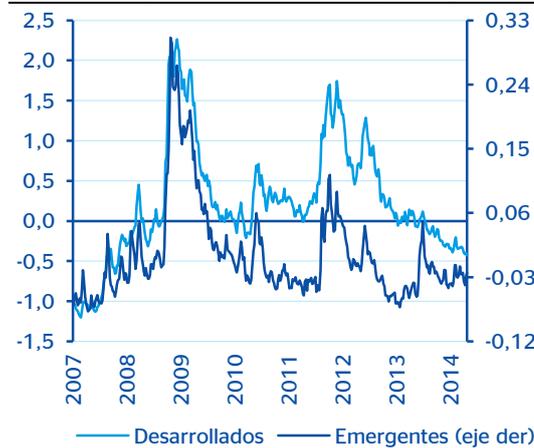
El principal riesgo al escenario de crecimiento para Paraguay proviene del lado externo. Un menor crecimiento de los países del Mercosur, especialmente de Brasil, afectarían en gran medida a la economía de Paraguay debido a la actividad comercial (reexportaciones, entre otros) que se realiza entre estos países. Además, un deterioro de la economía internacional (menor crecimiento de US, Europa y China) también podría afectar a Paraguay a través de una menor demanda externa por sus principales productos de exportación. Sin embargo, no se espera que las turbulencias en los mercados financieros internacionales afecten la economía paraguaya debido a su poca dependencia del financiamiento externo.

2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED

La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con el menor dinamismo de las economías emergentes

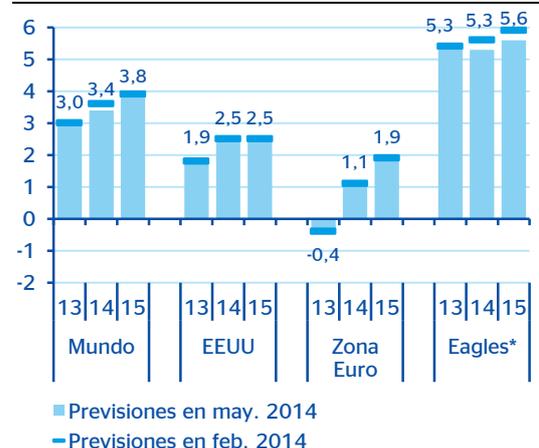
El ciclo económico global se mantiene robusto a inicios de 2014. Nuestras estimaciones apuntan a que durante el primer trimestre del año la actividad global habría registrado cierta aceleración hasta un ritmo próximo al 0,8% t/t. Prevedemos que ese dinamismo se mantendrá durante la primera mitad del año. Esta recuperación global sostenida se apoya en la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, la que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Por el lado de los mercados financieros, también se observa en los últimos meses un comportamiento diferenciado entre ambas áreas, así como al interior de las mismas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tasas de interés en EE.UU. y, en el caso de las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas sobre la intensidad de la desaceleración en China y factores idiosincráticos. En ese sentido, los precios de activos de las economías emergentes se han recuperado en los últimos meses, sobre todo en marzo y abril, mientras que las tensiones financieras han cedido luego del alza de principios de año (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1
Índice de tensiones financieras de BBVA
Research en países desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



* 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, Turquía y México.
Fuente: FMI y BBVA Research

Nuestro escenario base global ha sido ajustado a la baja con respecto a lo que teníamos hace tres meses (Gráfico 2.2). Como resultado, luego de crecer 3,0% en 2013, prevedemos que el PIB global se acelerará a 3,4% en 2014 y a 3,8% en 2015. Por áreas, no hemos realizado cambios importantes en las proyecciones de expansión de la actividad en EE.UU. ni en el área del euro. El ajuste a la baja en las previsiones es el resultado, entonces, de lo que creemos que ocurrirá en las economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica, en 2014 y 2015, al hilo de las preocupaciones por la ralentización de la economía china.

Finalmente, los principales riesgos continúan siendo bajistas en el corto y medio plazo. Hay eventos considerados en el escenario base que sin embargo, en un escenario de riesgo, podrían ser más intensos en un horizonte temporal no muy lejano. Entre ellos se encuentran, por ejemplo, el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal de EE.UU., una menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china, o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), los riesgos geopolíticos que se desprenden de la situación en Europa Oriental.

En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014, a pesar del impacto de condiciones meteorológicas inusualmente adversas. Asimismo, el mercado laboral ha ido mejorando. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que el programa de compra de activos de la FED termine hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tasas de interés en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre algo más robusto que el primero, y apoyan el mantenimiento de nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.2). Esta proyección tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Para Europa, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral. Sin embargo, el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por (i) la apreciación del euro, (ii) la menor demanda china, y (iii) riesgos geopolíticos que se desprenden del prolongamiento de la crisis ucraniana. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% para 2014 y en 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2). Ello considera un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no supongan frenos al crecimiento.

Finalmente, dentro del conjunto de economías desarrolladas, se tiene algo más de incertidumbre con las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde enero de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. Para ese país estamos revisando a la baja la previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1%, y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.

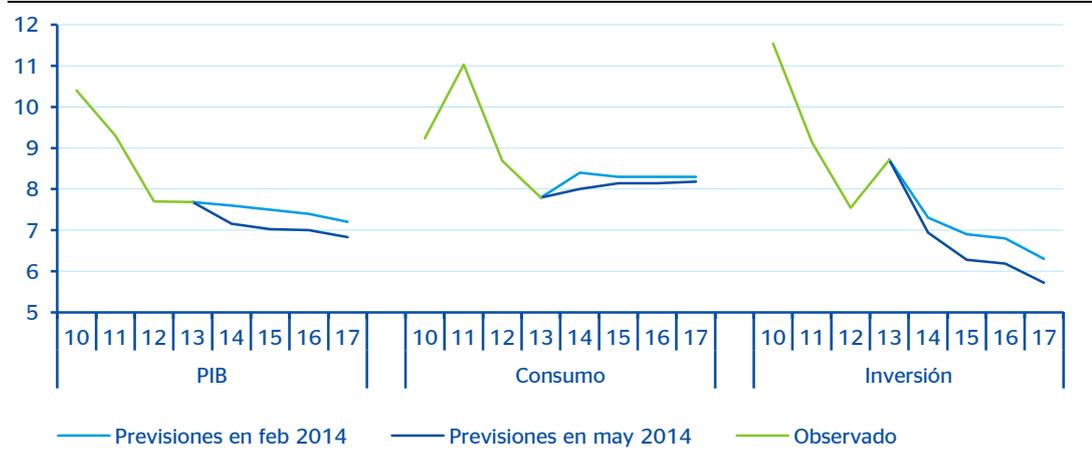
En China, la desaceleración a inicios de 2014 llega para quedarse, en un entorno de inflación menor que la esperada

El línea con lo que adelantamos en nuestra última publicación trimestral, las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo (Gráfico 3), en un entorno de inflación menor que la esperada. A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento de corto plazo. Estas decisiones han supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a unas tasas de interés reales negativas. La asignación de recursos ineficiente genera además el desarrollo de sistemas financieros que operan en

paralelo con el más regulado y que pueden ser fuente de problemas en el futuro. Por ello, se están endureciendo las regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, y a la protección del medio ambiente.

Con todo, revisamos el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% en 2014 y a 7,0% en 2015, cerca de medio punto porcentual menos que lo que preveíamos hace tres meses (Gráfico 2.3). La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino se ubica en torno a cuatro décimas. En ese sentido, es importante indicar que el ajuste que anticipamos en el crecimiento chino tendrá impactos acotados a nivel global, insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera alrededor del mundo.

Gráfico 2.3
China: Previsiones de crecimiento (%)



Fuente: BBVA Research

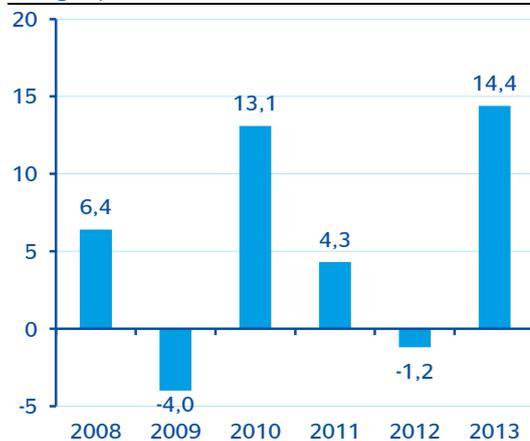
Finalmente, dos son los principales factores de riesgo sobre las previsiones de crecimiento en nuestro escenario base: las sorpresas que puedan haber en el proceso de tensionamiento de la política monetaria de la FED y el menor dinamismo de la demanda china. Las repercusiones macroeconómicas serían claramente diferenciadas entre economías. Como se observó en mayo del año pasado, la súbita percepción por parte del mercado de un inminente endurecimiento monetario en EE.UU. (menor estímulo cuantitativo) elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, de manera más marcada sobre tipos de cambio de países en los que la exposición a la financiación externa de corto plazo es mayor. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, añadiendo además a la lista a algunos exportadores de materias primas de América del Sur. Con todo, surge a partir de aquí un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

3. Paraguay: el crecimiento se moderará hacia tasas sostenibles durante 2014 y 2015

La fuerte expansión del PBI registrada el año anterior estuvo asociada al notable desempeño del sector agrícola

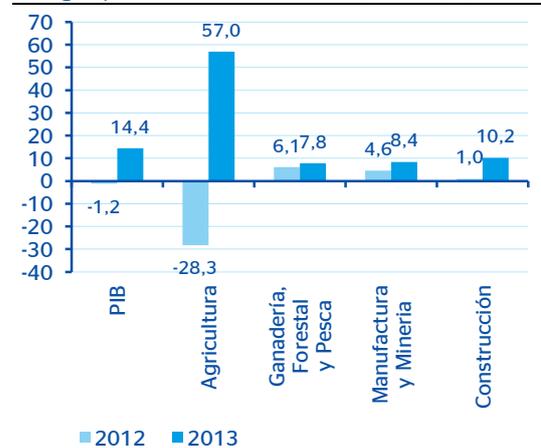
Según cifras preliminares publicadas por el Banco Central, el PIB de Paraguay en el 2013 se habría expandido 14.4% (ver Gráfico 3.1), resultado mayor a lo esperado (BBVA: 13.5%, consenso: 11.8%). Por el lado de la oferta, la expansión del PIB se explicó por la excelente campaña agrícola (el sector creció 57%), favorecida por las buenas condiciones climáticas que se observaron en casi todas las zonas geográficas. El sector ganadero también mostró un resultado favorable. La eliminación total de las restricciones para la venta de carne vacuna, así como la recuperación del estatus sanitario de “país libre con régimen de vacunación” y la consecuente recuperación de mercados externos (como el chileno desde mediados del 2013), permitió a los productores de carne alcanzar niveles de producción similares a los obtenidos en trimestres anteriores al brote de aftosa en 2011. Otro sector que también mostró un importante dinamismo fue construcción con un crecimiento superior al 10%, impulsado principalmente por el sector privado, lo que compensó el desempeño más débil del lado público. Finalmente, el sector industria se expandió 8.4% destacando la producción textil, la producción cárnica, la industria de aceites (beneficiado por el buen año agrícola), la producción de madera y minerales, entre otros (ver Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
Paraguay: crecimiento anual del PIB (var % a/a)



Fuente: BCP

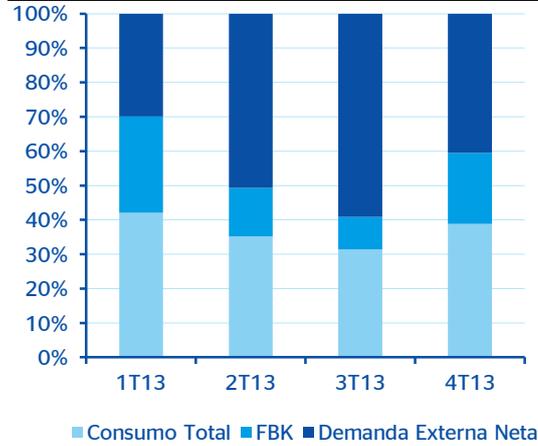
Gráfico 3.2
Paraguay: crecimiento sectorial (var % a/a)



Fuente: BCP

Por el lado del gasto, el impulso al crecimiento provino tanto por el lado de la demanda interna como de la externa (ver Gráfico 3.3). El consumo privado registró una expansión de alrededor de 7% (destacando el crecimiento del gasto en bienes durables), en tanto que la formación bruta de capital creció 13.4% (ver Tabla 3.1), a pesar del menor impulso de la inversión pública, especialmente en el último trimestre del 2013. En cuanto a las exportaciones estas se expandieron a una tasa real de 18.1% destacando la semilla de soja, aceites vegetales y harinas.

Gráfico 3.3
Paraguay: aporte al crecimiento del PIB



Fuente: BCP

Tabla 3.1
Paraguay: PIB por el lado del gasto
(var. % interanual)

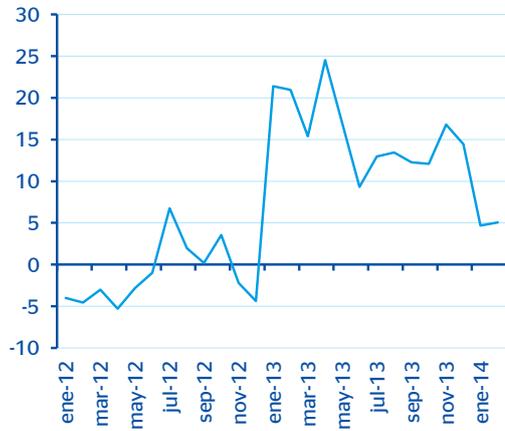
	2012	2013
PIB	-1,2	14,4
Consumo total	3,2	6,7
Consumo Privado	1,0	7,0
Consumo de Gobierno	21,0	5,2
Formación bruta de capital	-7,5	13,4
Exportaciones de bienes y servicios	-6,7	18,1
Importaciones de bienes y servicios	-3,5	7,0

Fuente: BCP

Indicadores de actividad muestran una moderación en los primeros meses de 2014, pero los niveles de confianza empresarial se mantienen en máximos

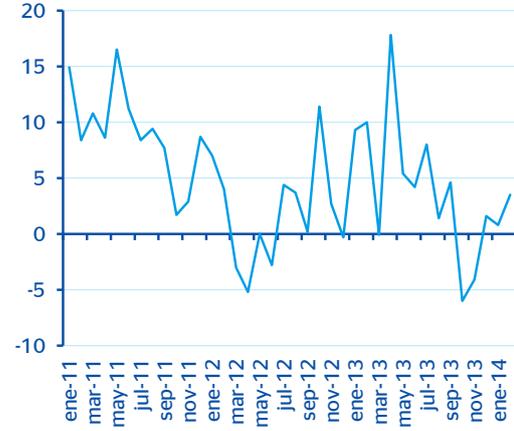
En los primeros meses de 2014, los indicadores disponibles de producción y gasto muestran una moderación que refleja la convergencia gradual de la economía paraguaya hacia niveles más acordes con su ritmo de crecimiento de largo plazo. Al respecto, cabe señalar que el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP), publicado por el Banco Central, registró una variación acumulada interanual en los dos primeros meses del año de 4.9% (ver Gráfico 3.4), después de haber alcanzado niveles superiores al 20% en similares meses del 2013. En esta misma línea, el Estimador de Cifras de Negocios (ECN) registró en el mes de febrero una variación interanual de 3.5%, por debajo del aumento de 10% observado en febrero del año anterior (ver Gráfico 3.5). Las ventas en las ramas de servicios y manufactura presentaron un desempeño favorable que contrarrestó el moderado dinamismo de la rama comercial, así mismo cabe destacar el favorable desempeño observado en el rubro de materiales de construcción. Finalmente, las importaciones al mes de marzo registraron un total de USD2587 millones, lo que significó una disminución de 6.3% respecto al resultado del mismo periodo del año anterior.

Gráfico 3.4
Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (Var %)



Fuente: BCP

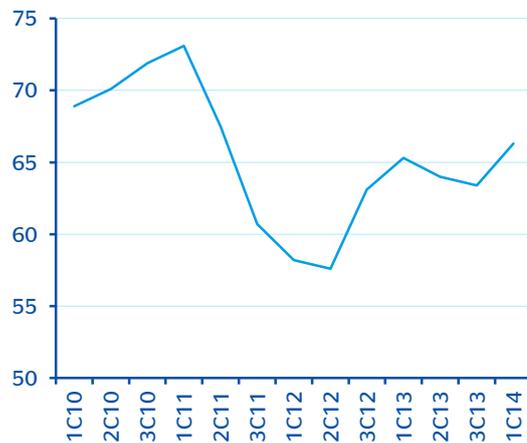
Gráfico 3.5
Estimador de cifras de negocios (var % a/a)



Fuente: PWC

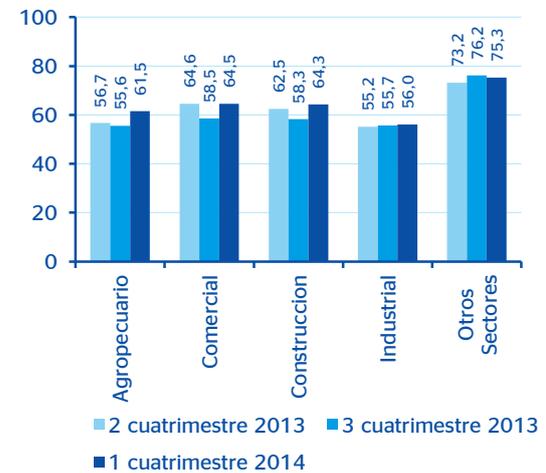
Cabe destacar que durante el primer cuatrimestre del año la confianza empresarial (medida en la encuesta Business Tendency Survey realizada por PWC de forma cuatrimestral) se ubicó en su nivel más alto desde mediados del 2011 (ver Gráfico 3.6). Los sectores más optimistas son servicios, comercio y construcción (ver Gráfico 3.7). En líneas generales, las expectativas, presentes y futuras, sobre variables como producción, venta, empleo, salario y acceso al crédito, son positivas, lo que anticipa una evolución favorable de la inversión del sector privado en los siguientes meses que da soporte a nuestra proyección de crecimiento para el año.

Gráfico 3.6
Índice de confianza empresarial



Fuente: PWC

Gráfico 3.7
Confianza empresarial según sector (%)



Fuente: PWC

En este contexto, mantenemos nuestras proyecciones de crecimiento en 5.3% y 4.2% para 2014 y 2015

Como se mencionó anteriormente, los indicadores disponibles de actividad señalan que a inicios del año, la economía está pasando por una moderación cíclica, lo que está en línea con lo esperado dada la fuerte expansión del producto registrada el año previo. Sin embargo, el buen desempeño que ha registrado el sector exportador en el primer trimestre y el dinamismo que prevemos mostrará la inversión privada durante el año sugieren que la desaceleración de la economía será gradual, por lo que mantenemos nuestras proyecciones de crecimiento en 5.3% y 4.2% para el 2014 y 2015 (ver Gráfico 3.8). De esta forma la

economía tenderá a un ritmo de crecimiento más cercano a su potencial, el cual estimamos en alrededor de 4.5%.

Con relación al sector externo, cabe señalar que según el informe económico del Banco Central de Paraguay (BCP), en los primeros tres meses de año el volumen exportado se elevó 22% (ver Gráfico 3.9); en valor, las exportaciones totales en el primer trimestre fueron **USD 2 549 millones, cifra 14,2% superior al monto registrado en similar periodo del año previo. En particular, destacó la exportación de semillas de soja que en el primer trimestre crecieron 37%, y que en el resto del año se verán favorecidas por una campaña agrícola algo mejor a la registrada en el año previo (los problemas climáticos que habrían afectado la producción de algunas localidades cercanas a Brasil han sido más que compensados por el resto de zonas agrícolas). Asimismo, se espera un buen desempeño de otros productos de exportación como la harina y aceite de soja que, de acuerdo al Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, crecerían 22.6% respecto a lo comercializado en el año previo.**

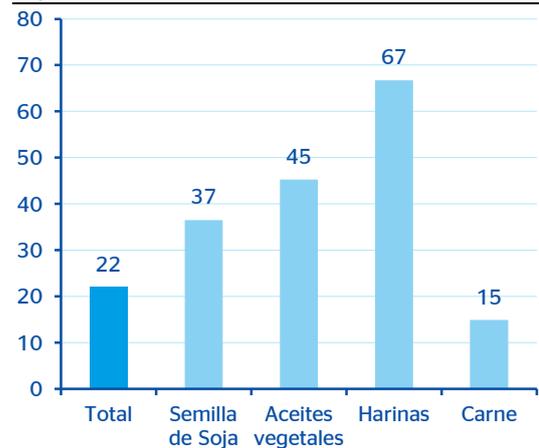
Además del soporte que el sector transable daría al crecimiento, esperamos un desempeño favorable de la inversión, la cual estimamos crecería 5.9% y 4.0% en el 2014 y 2015 respectivamente, beneficiada por los efectos positivos que debería tener la aprobación del reglamento de la Ley de Asociación Público Privada (ver Recuadro 1).

Gráfico 3.8
Paraguay: Proyección de crecimiento del PIB (var. % interanual)



Fuente: BCP

Gráfico 3.9
Paraguay: crecimiento de los volúmenes exportados a marzo 2014 (Var. % interanual)



Fuente: BCP

Recuadro 1. Ley de APP y el impacto esperado sobre inversión

A fines de octubre del 2013 se aprobó la Ley 5102 “Ley de la Promoción de la Inversión en Infraestructura Pública y Ampliación y mejoramiento de los Bienes y Servicios a cargo del Estado”, más conocida como ley APP. Esta normativa busca básicamente que el sector privado pueda invertir en obras o servicios conjuntamente con el sector público. La reglamentación de dicha Ley fue aprobada en marzo del 2014 y entre sus principales lineamientos destacan: (i) el establecimiento de un tope máximo de 10% para el aporte del estado siendo el 90% restante financiado por las empresas privadas y (ii) la contemplación de riesgos de ingeniería y construcción, riesgos operacionales, riesgos de mercado, riesgos medioambientales y conflictos sociales, riesgos financieros, políticos, eventos de fuerza mayor o caso fortuito en los proyectos.

Además se establecen dos modalidades de contratación:

- Cuando la iniciativa es pública se llama a una licitación en base a un proyecto elaborado por el sector público. Son iniciativas destinadas a obras de interés público predeterminadas. Las ocho obras priorizadas bajo este esquema son:
 - La duplicación de las rutas 2 y 7.
 - Rehabilitación y ampliación de la ruta 1 y 6.
 - Tren de cercanía Ypacaraí y Asunción.
 - Hidrovía del río Paraguay (entre el río Apa y confluencia del río Paraná).
 - Tratamiento de agua y alcantarillado sanitario de afluentes de Asunción, Ciudad del Este, Minga Guazú, Hernandarias y Puerto.
 - Tratamiento de la cuenca del lago Ypacaraí.
 - Modernización del aeropuerto Silvio Pettitrossi, ampliación de la capacidad para convertir a la principal estación aérea en un HUB regional.

El proyecto con mayor grado de avance es la ampliación de las rutas 2 y 7, incluso ya se ha presentado una propuesta para este proyecto a la Secretaría Técnica de Planificación

- La otra modalidad es cuando la iniciativa nace por parte de la una empresa privada, la cual presenta un proyecto. Si el sector público considera que es un proyecto de interés entonces se podrá desarrollar y se llamará a licitación pública. La firma promotora tendrá un margen de preferencia entre el 3 a 10 por ciento.

El proceso empieza con la presentación del proyecto y su análisis en una primera instancia en la Secretaría Técnica de Planificación (STP), para luego pasar a los técnicos y al Ministerio de Hacienda, en donde se deberá determinar si se necesitan presentar otros estudios adicionales para su remisión final al Ejecutivo. Entre la presentación del proyecto de prefactibilidad hasta alcanzar el nivel de factibilidad pueden transcurrir unos 6 meses y que una vez alcanzada esta fase se analizan las posibilidades y el tipo de financiamiento que se pueden dar bajo el esquema de la APP, hasta que finalmente se llega a la licitación. La idea del Gobierno es agilizar este proceso, incluso se quiere empezar a desarrollar proyectos bajo esta modalidad en el 2014.

Según el Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones (MOPC) el promedio de ejecución de obras de infraestructura del MOPC en los últimos 12 años fue de unos USD 200 millones por año y, apoyados en esta ley de APP, el promedio de inversión anual sería de USD 1000 millones. Además, el MOPC estima que la Ley de APP podría representar un importante paso en reducir la brecha de infraestructura de Paraguay, ya que generaría oportunidades de inversión en infraestructura por USD30 000 millones en los próximos 10 años.

Los principales argumentos en contra que presentan algunos sectores a esta Ley es el poder discrecional que se otorgará al Estado para decidir sobre las alianzas con los privados, lo que se podría ser fuente de corrupción. Además, se menciona que el Estado asumirá riesgos y tendrá amplia decisión para determinar los niveles de los mismos. Sin embargo, consideramos que la Ley de APP se presenta como una oportunidad importante para Paraguay de incrementar sus niveles de inversión en infraestructura pública (Paraguay figura dentro de los 10 países con la peor infraestructura en el mundo en el Informe Global de Competitividad 2013-2014 del Foro Económico Mundial).

Por el lado sectorial, se proyecta un crecimiento importante de la ganadería, **impulsado por las ventas al exterior de carne**, especialmente al mercado europeo debido a la restitución del estado de país libre de aftosa que se dio en el último trimestre del 2013. A lo anterior, se suma el restablecimiento de la actividad en algunos frigoríficos sancionados por el mercado ruso (estiman que este mercado estaría totalmente abierto a partir de abril). En los primeros tres meses del año las exportaciones de carne han incrementado su volumen en 14.9% en términos interanuales, totalizando 60 mil toneladas.

El buen desempeño que mostrará la producción agrícola y ganadera inducirá un efecto favorable sobre las industrias de procesamiento de estos productos. En particular, se prevé que la industrialización de la soja en el 2014 superará en 27% a la del año previo, llegando a procesar el 45% de lo recolectado en la zafra 2013-2014.

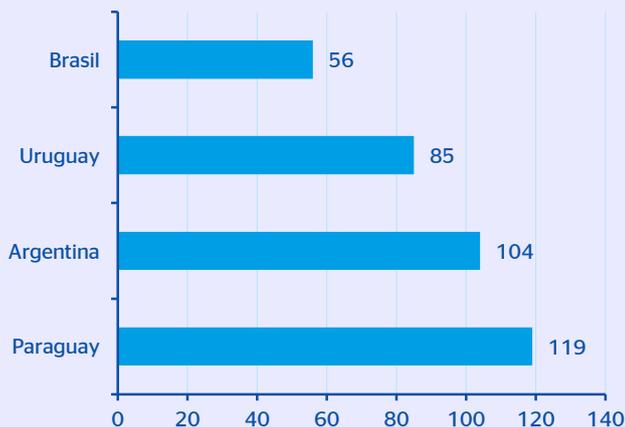
Otro sector que muestra un desarrollo creciente es la industria maquiladora, la cual se ha visto beneficiada por ventajas competitivas, como por ejemplo los menores costos de mano de obra y energéticos que presenta Paraguay frente a sus principales vecinos, en especial Brasil. En el periodo que lleva la actual administración, el Ministerio de Hacienda aprobó 17 nuevos programas de inversión privada en esta industria bajo la ley de la industria maquiladora, de los cuales 12 corresponden a empresas brasileras. Los proyectos aprobados incluyen (i) fabricación de botellas, recipientes plásticos, pinturas, (ii) artículos de seguridad industrial, (iii) fabricación de prendas de vestir y (iv) confección en general de camas, mesa y baño. Como resultado las exportaciones de maquila de bienes al mes de marzo fueron 53% superiores a las registradas en el mismo periodo del año anterior, destacando productos como pieles y cueros, calzados, materiales eléctricos entre otros, lo que anticipa el panorama favorable que tiene este sector.

Para los próximos años, esperamos una moderación gradual del crecimiento hacia un ritmo compatible con el del potencial (entre 4,0%-4,5%) aunque consideramos que Paraguay podría tener un mayor potencial si atiende una agenda de reformas que le permitan sostener tasas de expansión del PIB más altas (ver Recuadro 2).

Recuadro 2. Competitividad en Paraguay

El Índice Global de Competitividad 2013-2014 del World Economic Forum sitúa a Paraguay en el puesto 119 de un total de 148 países, por debajo de Brasil, Uruguay y Argentina (ver Gráfico R.2.1). Entre los factores que se presentan como los mayores problemas para hacer negocios destacan la inadecuada educación de la fuerza laboral, la corrupción, la ineficiencia de la burocracia estatal y la inadecuada oferta de infraestructura. Estos resultados evidencian los bajos niveles de gasto en sectores claves para el crecimiento de largo plazo como educación e infraestructura, lo que no ayuda a impulsar el desarrollo de industrias con mayor valor agregado.

Gráfico R.2.1
Ranking de Competitividad Global 2013-2014



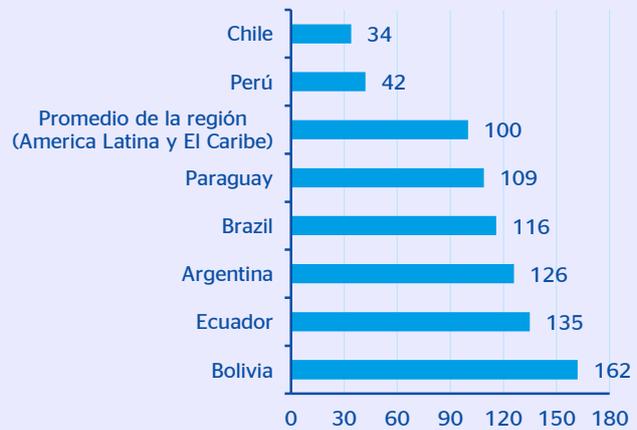
Fuente: World Economic Forum

El mismo reporte refleja que Paraguay se sitúa entre los últimos puestos en cuanto al nivel de instituciones e infraestructura, ocupando los puestos 140 y 123 respectivamente. La mejor calificación la obtiene en ambiente macroeconómico con el puesto 63, favorecido por los bajos niveles de deuda pública que tiene el país.

De acuerdo a información del Doing Business, Paraguay ocupa el puesto 109 en el ranking general de este reporte, por debajo de Chile (34) y Perú (42)

aunque mejor situado que Brasil (116) y Argentina (126) (ver Gráfico R.2.2). Iniciar un negocio en Paraguay tarda alrededor de 35 días y se deben realizar alrededor de 7 procedimientos mientras que conseguir permisos de construcción toma alrededor de 137 días y requiere unos 12 procedimientos. Si bien tanto el tiempo como los costos para exportar e importar se han reducido en Paraguay (toman alrededor de 30 días y cuestan, en promedio, USD 2000), aún son superiores a los observados en Argentina, Brasil, Chile y Perú.

Gráfico R.2.2
Ranking Doing Business 2014



Fuente: Doing Business database

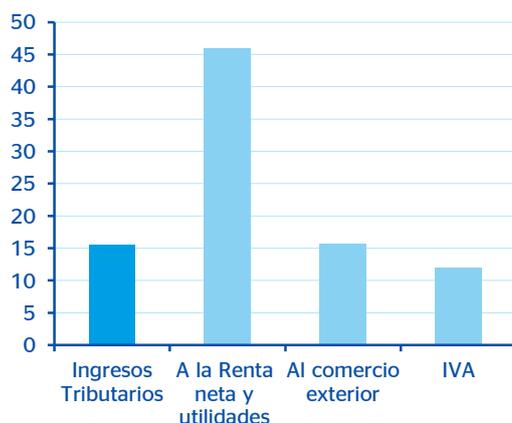
Incrementar las inversiones en el país, más aún en el contexto actual en que se quiere impulsar proyectos a través de APP, requiere mejorar las condiciones para hacer negocios, de tal forma que los inversionistas vean más atractivo al país, en especial frente a sus pares de la región. Es fundamental para ello mantener el buen clima macroeconómico, así como mejorar la eficiencia estatal, la calidad de la educación entre otros. Mejorando estos aspectos Paraguay podría incrementar su crecimiento potencial que actualmente estimamos en alrededor de 4.5%.

4. Para el 2014 y 2015 esperamos resultados deficitarios en las cuentas fiscales

Por el lado de los ingresos, se espera que la recaudación se eleve debido al crecimiento de la actividad económica así como a los esfuerzos por parte del gobierno para ampliar la base tributaria. Cabe señalar que al segundo mes del año los ingresos totales se incrementaron 7.3% favorecidos por la mayor recaudación tributaria, la cual registró niveles superiores en 15.5% a similar periodo del año previo. Destacó la mayor recaudación por IVA (que representa el 73% de los ingresos) con un crecimiento de 12% así como el impuesto al Comercio Exterior que se expandió 15.8% (ver Gráfico 4.1). Teniendo en cuenta esos factores, nuestra previsión de ingresos tributarios como porcentaje del PIB se ubica para este y el próximo año alrededor de 13%.

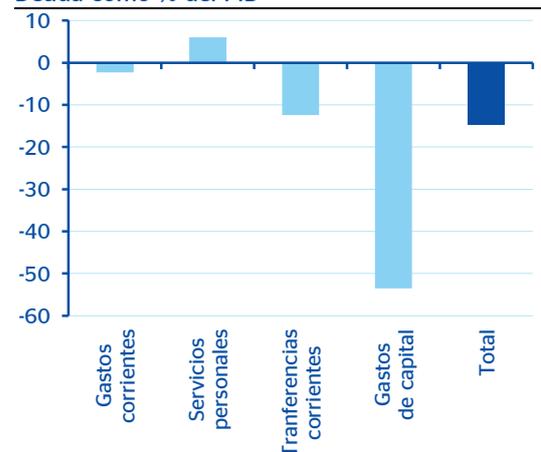
Por el lado del gasto, esperamos que las políticas de austeridad en el gasto corriente continúen durante el 2014 y 2015, mientras que el gasto de capital se recuperaría luego de los problemas en ejecución de inversiones que ha presentado el Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones, especialmente a partir del segundo semestre del 2013. El Presupuesto General de la Nación (PGN) presenta una fuerte contención de los gastos corrientes y no considera incrementos en los salarios. En el periodo enero-febrero 2014 los gastos totales disminuyeron 14.6% respecto al año anterior (ver Gráfico 4.2). Este comportamiento se explica principalmente por los menores gastos corrientes generados por reducción de transferencias (cajas de jubilaciones y pensiones del sector público). En el largo plazo el Gobierno prevé promover y llevar adelante inversiones en infraestructura física, social y productiva por USD 16000 millones durante los próximos cuatro años y medio. Los principales en los que se concentrarían estos proyectos serían infraestructura y electricidad, además de vivienda, agua y saneamiento, salud y educación, telecomunicaciones y asistencia productiva.

Gráfico 4.1
Ingresos tributarios de la administración central
(Var. % interanual a febrero 2014)



Fuente: BCP

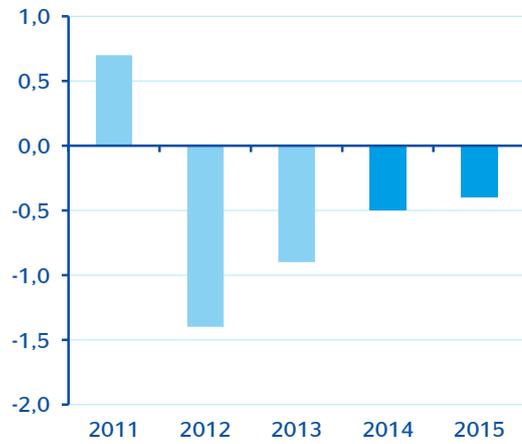
Gráfico 4.2
Deuda como % del PIB



Fuente: BCP

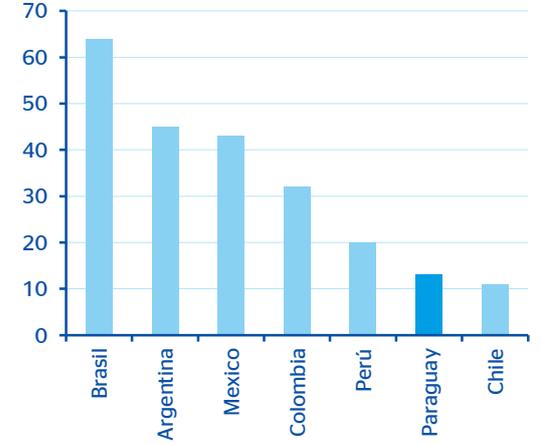
El balance entre ingresos y gastos nos lleva a proyectar resultados fiscales negativos de 0.5% y 0.4% del PIB para el 2014 y el 2015 respectivamente (ver Gráfico 4.3). A pesar de esto, las cuentas fiscales seguirían siendo sostenibles ya que el ratio de deuda/PIB continuaría en niveles bajos (alrededor del 10% del PIB), inferior al promedio de la región (ver Gráfico 4.4).

Gráfico 4.3
Balance fiscal (% del PIB)



Fuente: BCP

Gráfico 4.4
Deuda como % del PIB



Ministerio de Hacienda y Bancos Centrales

Para financiar su déficit, el gobierno paraguayo espera colocar bonos soberanos en el mercado internacional. Los recursos captados serán destinados exclusivamente a la ejecución de obras de infraestructura pública y no de gastos corrientes. El monto de la emisión se situará entre USD500 y USD750 millones. Cabe mencionar que en el 2013 se realizó una colocación similar por un monto de USD 500 millones a un plazo de 10 años y con un rendimiento de 4.625%; aunque los recursos no fueron usados hasta diciembre de 2013, generaron un primer pago de intereses de USD 11.5 millones en julio de dicho año. Es importante que al momento de la emisión ya se sepa a qué proyectos se van a destinar los recursos y así evitar tener fondos sin uso que generen costo. Por otro lado, además de permitir financiar proyectos de inversión, la emisión también servirá incluir a Paraguay en los mercados financieros internacionales y así atraer nuevas inversiones al país.

5. Mayores precios de la soja incidirán positivamente sobre la cuenta corriente

En el primer trimestre del año, el precio de la soja sorprendió al alza, registrando un incremento de 6% entre el cierre del 2013 y fines de marzo. Esto se explica por la menor cosecha en Estados Unidos y la sequía en Brasil. Hacia finales de año seguimos esperando una reducción importante en el precio por la entrada en el mercado de una “súper cosecha” de Estados Unidos, aunque de todas formas el precio cerraría en niveles alrededor de 7% por encima de lo esperado en nuestra proyección previa de enero (ver Gráfico 5.1). Para el 2015 y adelante, no prevemos cambios en el precio de largo plazo de la soja, estimado en 450 dólares por tonelada, dado que la demanda de este producto está menos vinculada a la inversión y, por tanto, menos afecta por la progresiva desaceleración en China de este componente del PIB. Dada, la importancia que tiene la soja en la estructura económica de Paraguay (41.4% de las exportaciones totales del 2013 fueron semilla de soja, harina y aceite de soja) cambios en el precio de este producto afectan el resultado de la cuenta corriente. En este sentido, hemos aumentado ligeramente nuestra proyección de cuenta corriente para el año 2014 a 1% del PIB, la que se reducirá hasta niveles de 0.7% para el 2015 siguiendo el comportamiento esperado de la soja (ver Gráfico 5.2).

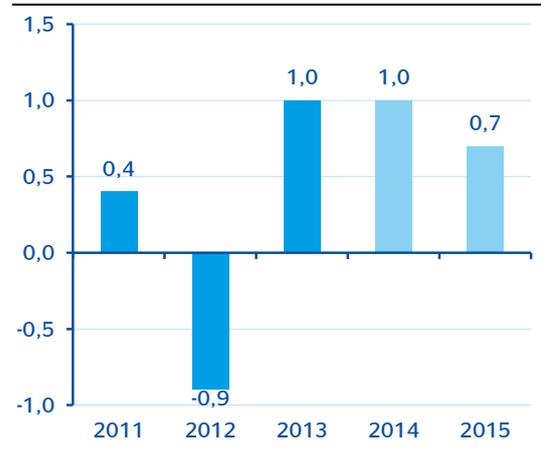
En este contexto, proyectamos que el tipo de cambio se ubique en 4320 guaraníes por dólar al cierre de 2014. Hacia adelante, los factores que tendrán una incidencia sobre la evolución del tipo de cambio son:(i) el fortalecimiento en general del dólar frente a emergentes a partir de la subida de tipos de interés en 2015; (ii) menores superávits a partir de 2015; (iii) empeoramiento de precio de la soja hacia adelante, después de las subidas de corto plazo estos trimestres.

Gráfico 5.1
Proyección del precio de la soja
(USD por tonelada)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 5.2
Cuenta corriente (como % del PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

6. Tras el ajuste monetario, inflación convergería a la meta del BCP

Mantenemos nuestra proyección de inflación de 4.7% para el cierre del 2014 y de 5% para el año 2015. Aunque al mes de abril la inflación interanual se ubica en 6.4% (ver Gráfico 6.1) y la subyacente en 5.7%, ambas en el rango superior de la meta del BCP (5%, +/-2pp), esperamos que los ajustes realizados en la política monetaria, incrementos de la tasa de interés de referencia de 5.5% a 6.75% en el periodo diciembre 2013 - marzo 2014 (ver Gráfico 6.2), tengan impacto sobre la demanda interna y con ellos sobre las presiones inflacionarias.

Gráfico 6.1
Inflación (Var. % interanual)



Fuente: BCP

Gráfico 6.2
Tasa de interés de referencia (%)



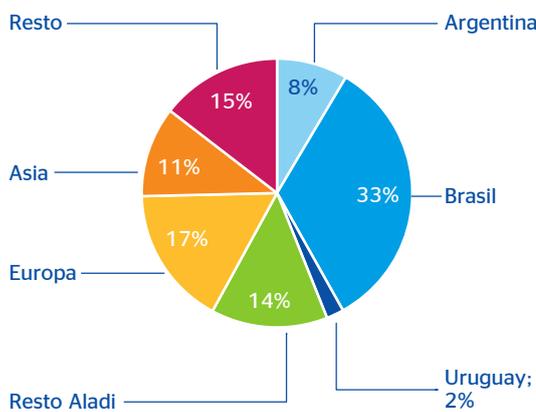
Fuente: BCP

En el 2013 la inflación cerró en niveles de 3.7%. A abril de 2014, la inflación interanual se ubica en 6.4%. Los mayores precios de transportes así como servicios educativos, explicarían parte de estos incrementos. Algunos productos que mostraron incrementos en sus precios son el azúcar (se cree que por intensificación de los controles que han limitado su ingreso desde países vecinos), lácteos (por mayor fabricación de leche en polvo orientada al mercado externo que reduce la oferta de los excedentes de leche fresca en el mercado local). El Banco Central en su última reunión de política monetaria destacó que las presiones inflacionarias se van disipando gradualmente y que la inflación mensual va convergiendo a valores compatibles con la meta de inflación (al pasar de una variación de 1.4% en enero a 0.4% en abril). Además menciona que los incrementos de precios fueron temporales y concentrados en unos pocos bienes de la canasta y que los últimos datos disponibles sugieren que los ajustes monetarios introducidos en la economía desde diciembre de 2013 se están propagando normalmente a través de los principales canales de transmisión, lo que les permite hacer una pausa en el ajuste monetario que esperamos se mantenga en lo que resta del 2014. Hacia adelante, entre los principales factores que podrían presionar los precios al alza estarían el efecto expansivo del fisco, el encarecimiento de importaciones, y efectos de mayores precios de productos de consumo importados de la región.

7. Principales riesgos

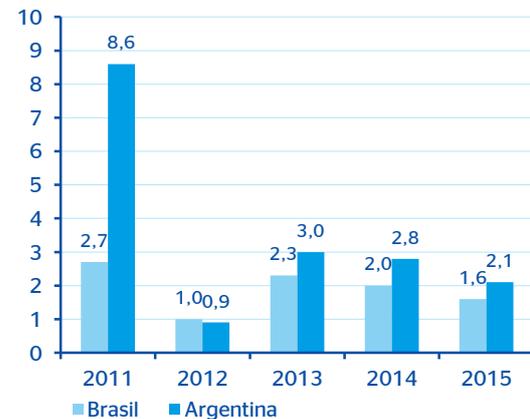
El principal riesgo al escenario de crecimiento para Paraguay, proviene del lado externo. Un menor crecimiento de los países del Mercosur, especialmente de Brasil, afectarían en gran medida a la actividad económica de Paraguay debido a la actividad comercial que se realiza entre estos países. En el año 2013, las exportaciones destinadas al Mercosur sumaron alrededor del 40% del total exportado (ver Gráfico 7.1), siendo Brasil el país de mayor contribución. El crecimiento en Brasil seguirá siendo muy moderado en 2014 y 2015 (2% y 1,6% respectivamente), lastrado por sus problemas estructurales y por el endurecimiento en marcha de la política monetaria (ver Gráfico 7.2). Por su parte, Argentina también verá una moderación de su crecimiento, por los ajustes de política monetaria y –en menor medida– fiscal.

Gráfico 7.1
Exportaciones 2013 según país de destino (%)



Fuente: BCP

Gráfico 7.2
Proyecciones de crecimiento Brasil y Argentina (Var. % interanual)



Bancos Centrales y BBVA Research

Adicionalmente, un deterioro de la economía internacional (menor crecimiento de US, Europa y China) podría afectar a Paraguay a través de menor demanda externa de sus principales productos de exportación, el canal financiero no se vería afectado debido a la poca dependencia que tiene Paraguay de los mercados internacionales de financiamiento y a los escasos flujos de cartera.

8. Tablas

Tabla 8.1
Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015p	2016p
PIB (% interanual)	14,4	5,3	4,2	4,2
Inflación (% interanual, fdp)	3,7	4,7	5,0	5,0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	4.603	4.320	4.213	4.197
Tasa de interés de política (% fdp)	6,00	6,75	6,75	6,75
Consumo privado (% interanual)	7,0	4,7	4,4	4,2
Consumo público (% interanual)	5,2	9,8	8,0	9,0
Inversión (% interanual)	13,4	5,9	4,0	4,1
Resultado fiscal (% del PIB)	-0,9	-0,5	-0,4	-0,3
Cuenta corriente (% del PIB)	1,0	1,0	0,7	0,7

Fuente: BCRP y BBVA Research Peru

Tabla 8.2
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% interanual)	Inflación (% interanual, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T12	-2,47	3,3	4.284	6,50
2T12	-2,40	3,9	4.529	6,25
3T12	0,67	2,8	4.419	5,50
4T12	-0,77	4,0	4.285	5,50
1T13	16,41	1,2	3.997	5,50
2T13	15,51	1,7	4.404	5,50
3T13	13,69	3,2	4.460	5,50
4T13	12,10	3,7	4.603	6,00
1T14	4,76	6,1	4.490	6,75
2T14	5,60	5,5	4.470	6,75
3T14	3,69	5,2	4.421	6,75
4T14	6,98	4,7	4.320	6,75

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 Perú:

Economista Jefe de Perú

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

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

Francisco Grippa
+51 2111035
fgrippa@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 de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serranoh@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
oswald_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@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

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

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

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

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