

Situación Paraguay

Segundo Semestre 2014
Análisis Económico

- La actividad global crecerá 3.2% en 2014, un ritmo similar al del año pasado, y prevemos que se acelerará en 2015 a 3.7%, en lo que contribuirán tanto las economías avanzadas como las emergentes.
- El crecimiento del año ha venido por debajo de lo esperado, con una tasa de 3.5% en el primer semestre del 2014. Factores como la menor ejecución del gasto público respecto a lo presupuestado, la desaceleración de la economía brasilera así como el menor crecimiento del sector agrícola y energético (después de haber alcanzado niveles récord en el 2013) estarían detrás de este menor crecimiento.
- Esperamos crecimientos del PIB de 3.8% y 4.2% para el 2014 y 2015, respectivamente. El dinamismo de la economía tendería a niveles más sostenibles, alineados con el PIB potencial, que estimamos se encontraría alrededor del 4.5%.
- Mantenemos nuestra proyección de inflación de 4.7% para el cierre del 2014 y de 5% para el año 2015. La inflación se mantendría en línea con el objetivo del Banco Central por lo que no esperamos movimientos en la tasa de referencia en los siguientes meses.
- Los principales factores de riesgo para Paraguay: una desaceleración más intensa de socios comerciales y caída del precio de la soja.

Índice

1. Resumen	3
2. Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera	4
3. Paraguay: proyectamos crecimientos de 3.8% y 4.2% para 2014 y 2015.....	6
Recuadro 1. Precio de la soja y su impacto en la actividad	11
4. Cuentas fiscales continuarían con resultados deficitarios	14
5. Moderado déficit en cuentas externas reduce vulnerabilidad frente a volatilidad en los mercados financieros globales	16
6. Inflación se mantendrá dentro del rango meta del BCP	18
7. Principales riesgos	19
8. Tablas.....	20

Fecha de cierre: 15 de noviembre de 2014

1. Resumen

La actividad global crecerá 3,2% en 2014, un ritmo similar al del año pasado, y prevemos que se acelerará en 2015 a 3,7%. Esta recuperación se dará tanto en las economías avanzadas como emergentes. Estados Unidos, en particular, avanzará 2,0% este año y 2,5% en 2015. Esta perspectiva se apoya en un balance general de los indicadores de actividad, gasto y empleo que apunta a que el dinamismo se va consolidando, y en la prudente actitud que ha adoptado la FED ante esta mejora. Por el lado de las economías emergentes, estimamos que tanto las latinoamericanas como las asiáticas tendrán un mejor desempeño el próximo año. Una de las excepciones será China, en donde el crecimiento seguirá aproximándose hacia tasas más sostenibles y pasará de 7,2% en 2014 a 7,0% en 2015. Ello se dará en un entorno en el que ese país continuará recomponiendo sus fuentes de expansión hacia la demanda doméstica y reduciendo los riesgos en su sistema financiero.

En el caso de la economía paraguaya, hemos ajustado a la baja nuestra proyección de crecimiento para el 2014 de 4.9% a 3.8% y de 4.3% a 4.2% para el 2015. Este ajuste responde principalmente al menor nivel de ejecución observado en el primer semestre del año, así como a condiciones externas menos favorables (importante caída del precio de la soja de alrededor de 15% en lo que va del año y menor dinamismo de la economía brasilera). A pesar de la esperada desaceleración del crecimiento, el ritmo de expansión de la economía paraguaya sigue siendo uno de los mayores entre los países de la región. El menor dinamismo de la actividad, frente a lo registrado en el 2013 se debe a un proceso de normalización del crecimiento hacia niveles sostenibles (después de haber alcanzado récord de producción agrícola y energética) y en línea con el PIB potencial que estimamos se encontraría en alrededor de 4.5%.

Nuestro escenario de proyección considera niveles de inversión de 4.9% para este año, los cuales serán algo mayores en el periodo 2015-2016 (alrededor de 6%), en la medida en que las reformas que buscan impulsar la ejecución del gasto público, así como promover el privado, como por ejemplo la Ley de Asociaciones Público-Privadas (APP) se materialicen. **En cuanto a la agroindustria, actividad que representa entre el 40%-50% del PIB, las perspectivas continúan siendo buenas.** Los niveles récord de producción registrados en las últimas dos campañas sojeras hará difícil que la agricultura registre crecimientos similares a los del 2013. Sin embargo, no se esperan retrocesos en la producción y hasta ahora no hay ningún factor climático que preocupe de manera importante. El crecimiento económico no generará presiones de demanda, por lo que **esperamos que la inflación se mantenga alrededor del rango meta establecido (5%), y que el Banco Central mantenga su tasa de referencia en el nivel actual.**

En cuanto al resultado fiscal esperamos un déficit de 1.7% del PIB que se reduciría a -1.5% en el 2015, en línea con la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal (LTRF) promulgada en el 2013. Estos resultados deficitarios no podrán en riesgo la sostenibilidad de las cuentas fiscales considerando que la deuda bruta del Gobierno es una de las más bajas de la región, alrededor de 12% del PIB.

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 (reexportaciones, entre otros) que se realiza entre estos países.

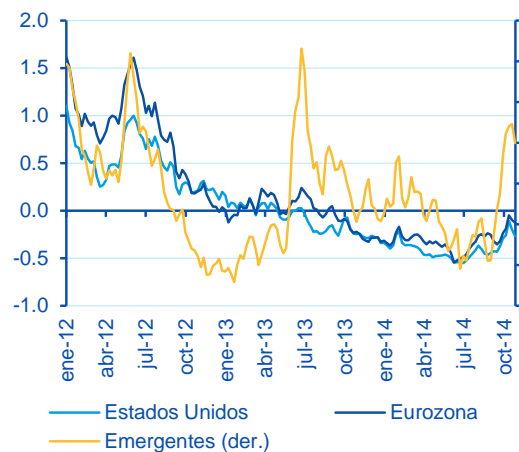
2 Lenta recuperación global, con mayor volatilidad financiera

Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos

La economía mundial siguió creciendo en el tercer trimestre. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, especialmente en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU.

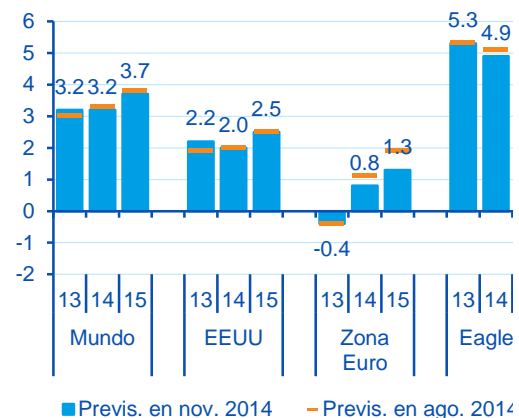
Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha es que a mediados de setiembre, los indicadores de tensiones en los mercados financieros, en especial de las economías emergentes se han situado en niveles no vistos desde mayo de 2013 (Gráfico 2.1). Ello se dio en un contexto en que el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo y que sigue pendiente. Asimismo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

Gráfico 2.1
Índice BBVA Research de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado del segundo al tercer trimestre, al pasar de 0,6% trimestral a un 0,8% estimado, respectivamente. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la

actividad de sectores relevantes como el energético ruso. En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales y regionales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento. Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como factor favorable para las expectativas de crecimiento global —aunque no para los países exportadores— en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta.

El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015

Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014 (Gráfico 2.2). El papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias.

En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra.

En el tercer trimestre el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China siguen siendo bajistas a partir de 2015 (7,0%), precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades intervendrían para que la desaceleración no se intensifique por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria, una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto

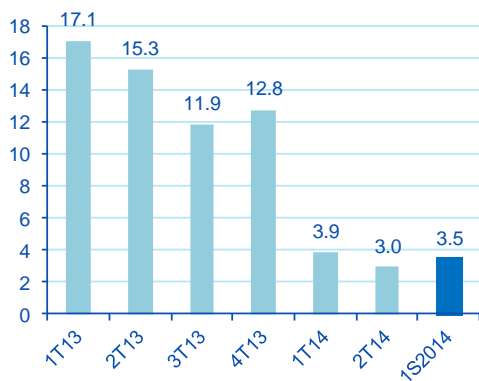
El estancamiento del PIB en el segundo trimestre, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (Gráfico 2.2). El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías del centro de Europa, incluyendo Alemania. El BCE ha seguido actuando, con medidas orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE, con una retirada de estímulos en el primer caso y un aumento de su balance en el segundo.

3. Paraguay: proyectamos crecimientos de 3,8% y 4,2% para 2014 y 2015

En 2014, el crecimiento se ha ido desacelerando, luego de la fuerte expansión registrada el año anterior. No obstante, la moderación en el ritmo de actividad ha sido algo mayor que la esperada

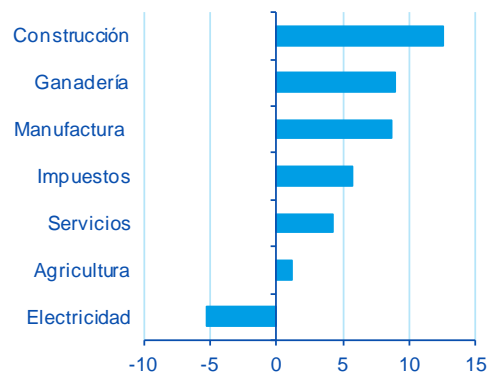
En el segundo trimestre del año el PIB se expandió 3.0% en términos interanuales (3,9% en el primero) acumulando un resultado de 3.5% a/a en el primer semestre (ver gráfico 3.1), por debajo de lo esperado en nuestra proyección previa. Entre las actividades con mayor dinamismo se encuentra la construcción (ver gráfico 3.2), con una tasa de crecimiento acumulado de 12.6% interanual al primer semestre, favorecida por iniciativas del sector privado. Otra actividad que mostró un desempeño importante fue la ganadería con una expansión de 9.0% en similar periodo, impulsada por el aumento de la producción de ganado vacuno, dado el buen posicionamiento de la carne paraguaya en los mercados internacionales y la recuperación del status sanitario de “país libre de fiebre aftosa con régimen de vacunación” de la Organización Mundial para Sanidad Animal (OIE) que ha permitido recuperar diversos mercados internacionales perdidos en el 2011. Por otro lado, destacó también el significativo crecimiento del sector agrícola, considerando la alta base de comparación al alcanzar niveles récord de producción en la campaña agrícola anterior. Este desempeño favorable, se atribuye a los buenos rendimientos alcanzados por los principales cultivos como la soja, el trigo, el arroz, la caña de azúcar, entre otros. Cabe agregar que el buen desempeño de la agricultura genera efectos positivos sobre otros sectores vinculados como la industria y el transporte.

Gráfico 3.1
Paraguay: PIB trimestral (var. % interanual)



Fuente: BCP, BBVA Research

Gráfico 3.2
PIB primer semestre 2014 según sectores (Var % interanual)

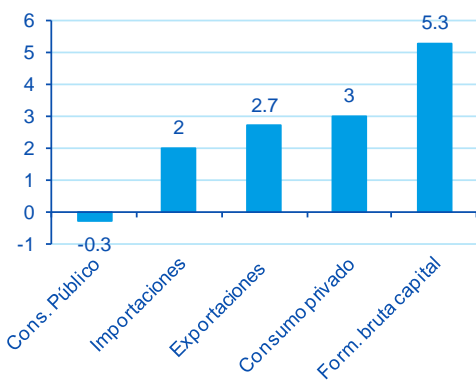


Fuente: BCP, BBVA Research

Desde la perspectiva del gasto (ver gráfico 3.3), durante el primer semestre del año 2014 se ha observado una variación de 3.0% a/a en el consumo privado, teniendo como soporte un crecimiento del ingreso promedio mensual nominal por ocupación principal de 1.9% en el mismo periodo del año. La expansión del consumo privado contrastó con la caída del consumo del gobierno (-0.3% en similar periodo) mientras que la formación bruta de capital se expandió a un ritmo de 5,3% en el 1S2014. Por el lado de la inversión pública destaca el crecimiento que viene mostrando en los primeros meses del año con relación a similar periodo del año anterior. Así, entre enero y agosto del 2014 se ha gastado en inversión física alrededor de USD 400 millones, monto

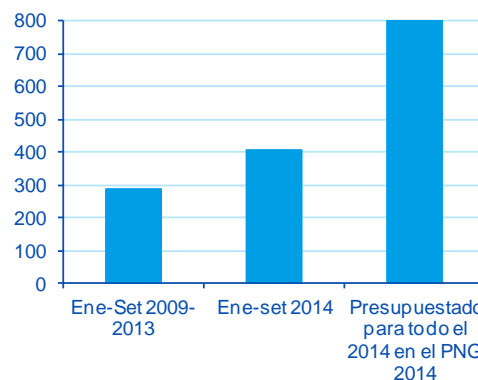
superior a lo realizado en 2013 y al ritmo de USD 280 millones que es en promedio lo que se ha venido gastando en años previos (ver gráfico 3.4). No obstante, se proyecta que los niveles de ejecución que alcanzará el gobierno este año estarán por debajo de lo inicialmente previsto (probablemente alcancen solo alrededor del 65% de lo presupuestado). Estimamos que la menor inversión pública con respecto a lo presupuestado restaría alrededor de medio punto al crecimiento del PIB de este año.

Gráfico 3.3
**PIB primer semestre 2014
(Var % interanual)**



Fuente: BCP, BBVA Research

Gráfico 3.4
**Ejecución de la inversión física de la
administración central (USD millones)**

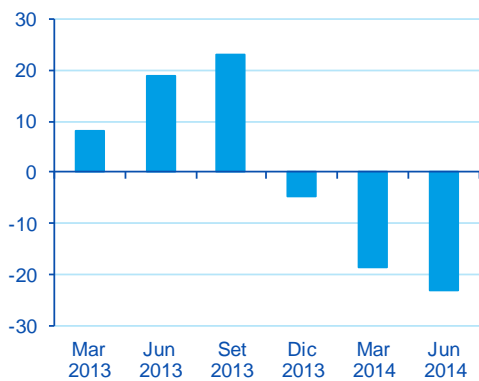


Fuente: BCP, Ministerio de Hacienda, BBVA Research

Diversos factores explican la menor ejecución del gasto público respecto a lo que se tenía presupuestado. Un primer punto es que la capacidad de gestión no se ha incrementado ni en cantidad ni en calidad. De hecho, el número de personal se ha reducido en los últimos meses (ver gráfico 3.5) y solo el 6% del personal público está compuesto por técnicos. La existencia de topes salariales hace que los salarios del sector público no sean tan atractivos, por lo que cuesta atraer profesionales del sector privado. Para atenuar este problema en el corto plazo, el Gobierno ha contratado una empresa de gestión de proyectos que se encargará de algunos proyectos vinculados con APP y con proyectos considerados como prioritarios para el Gobierno. Además, se ha conformado un equipo institucional que estará encargado del proyecto “canal verde” cuyo objetivo sería la aceleración de procesos a través de la creación de un data center donde se encuentren disponibles informes del proceso de todas las entidades que participan en él. Si bien estas soluciones podrían ayudar a agilizar los procesos en el corto plazo, es necesario adoptar también medidas estructurales que mejoren la gestión de la inversión pública (temas de capacitación de personal, salarios acorde al sector privado, reducción de procesos burocráticos, entre otros).

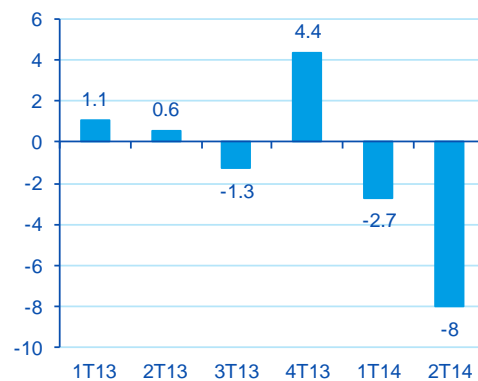
En cuanto a la demanda externa, las exportaciones registraron una caída interanual de 1.2% en el 2T2014 explicado principalmente por menor exportación de energía eléctrica y soja. Cabe mencionar que ambos rubros, tanto energía como soja, venían de registrar niveles récord difíciles de superar. En el caso de la energía, la producción de las principales centrales hidroeléctricas se ha contraído a un ritmo de 8% debido a factores climáticos (menores niveles de lluvias) y a que se compara con la producción récord del 2013. Dado que este sector representa alrededor de 10% del PIB, su desaceleración le estaría restando alrededor de 1 punto porcentual de crecimiento al PIB (ver gráfico 3.6)

Gráfico 3.5
Variación de la cantidad de empleados públicos (% a/a)



Fuente: BCP

Gráfico 3.6
PIB electricidad (Var % interanual)

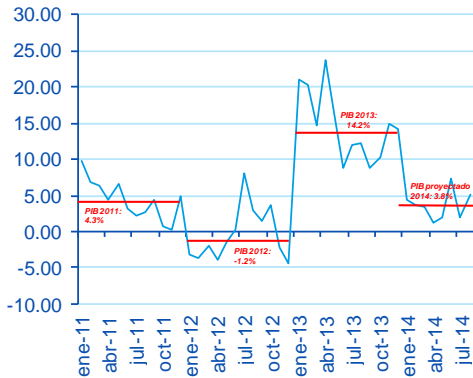


Fuente: BCP

Los indicadores más recientes de actividad, ventas y confianza muestran resultados mixtos, pero en general sugieren que en la segunda parte del año el dinamismo de la economía paraguaya mantiene un ritmo similar al observado en el primer semestre. Por ejemplo, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAEP) que publica el Banco Central (BCP) registró una variación interanual de 5.1% en agosto, superior al 1.9% del mes previo y al promedio de 3.7% del primer semestre (ver gráfico 3.7). Estimamos que el crecimiento promedio que muestra este indicador en lo que va del año es consistente con una expansión del PIB cercana al 4,0%. Cabe agregar que el índice que excluye la producción agrícola y generación de electricidad (un indicador más vinculado con la tendencia del producto y la demanda interna) también muestra una evolución positiva (crecimiento interanual de 7.7% en agosto del 2014).

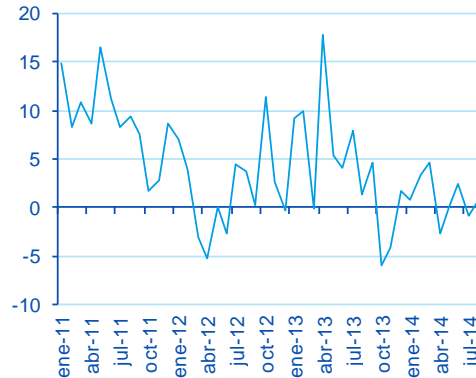
En cuanto a ventas, el Estimador de Cifras de Negocios ha mostrado cierta debilidad a lo largo del año (ver gráfico 3.8). Aunque las ventas del ramo industrial y manufactura así como la de vehículos automotores han evolucionado favorablemente, algunos rubros dentro del ramo comercial como grandes tiendas y prendas de vestir, equipamiento del hogar, productos farmacéuticos, venta de bebidas y tabaco, entre otros, tuvieron un comportamiento poco favorable. Aquí cabe mencionar que debido a los controles cambiarios en Argentina se ha generado un comercio informal que ha afectado las ventas minoristas de algunos productos en Paraguay como los de limpieza, cuidado personal, entre otros bienes de consumo masivo, que registran importantes caídas.

Gráfico 3.7
**Índice mensual de actividad económica
(Var. % interanual)**



Fuente: BCP, BBVA Research

Gráfico 3.8
**Estimador cifras de negocios
(promedio móvil tres meses)**



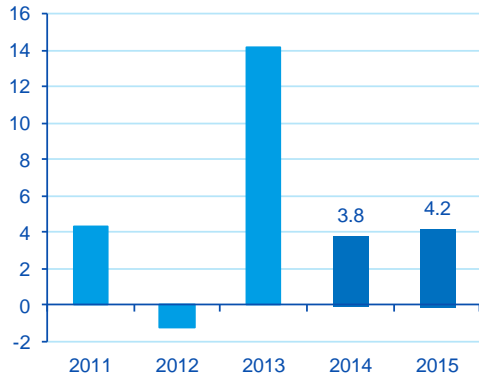
Fuente: BCP, BBVA Research

En el segundo cuatrimestre del año, el Índice de Confianza Empresarial (ISCE) alcanzó 62 puntos, resultado inferior a los 68,2 puntos de la medición anterior (nivel más alto desde mediados del 2011). De esta forma el índice pasó del optimismo moderado a un optimismo discreto. Factores como la competencia, contrabando, incertidumbre en el entorno económico, corrupción, mala calificación de la mano de obra e infraestructura inadecuada son considerados por los empresarios y/o ejecutivos como los factores que más limitan al crecimiento de sus negocios. En líneas generales, las expectativas presentes y futuras sobre variables como producción, venta, empleo, salario y acceso al crédito son positivas.

La economía paraguaya se moverá gradualmente hacia tasas de crecimiento más en línea con su potencial

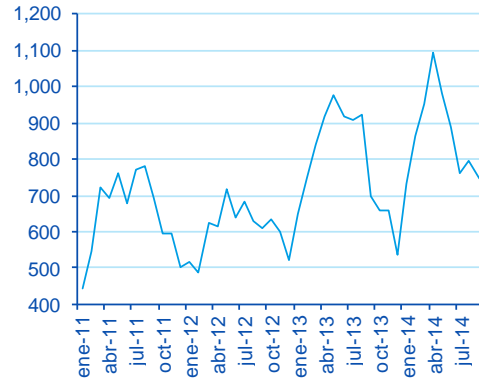
Después del crecimiento de 14.2% registrado en el 2013, esperamos que el PIB se expanda a una tasa de 3.8% este año y 4.2% en el 2015 (proyección anterior 4.9% y 4.3%, respectivamente), ver gráfico 3.9. El ajuste a la baja en nuestra estimación responde principalmente a dos factores. En primer lugar, un menor crecimiento registrado en el primer semestre con respecto a lo esperado (3,5% versus 4,8%).

Gráfico 3.9
Crecimiento del PIB y proyecciones (var. % interanual)



Fuente: BCP, BBVA Research

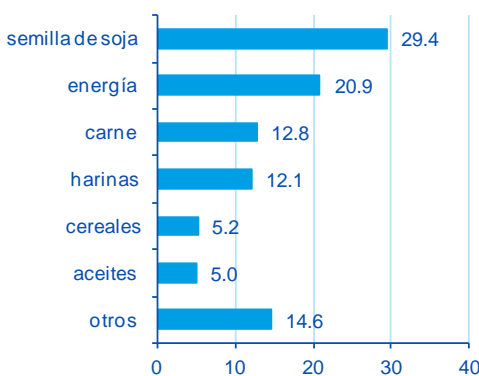
Gráfico 3.10
Exportaciones totales en millones de dólares



Fuente: BCP

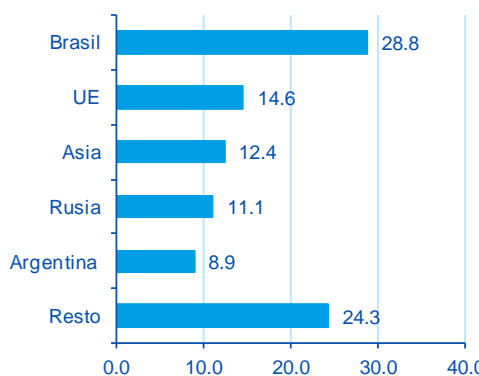
El segundo elemento que ha lastrado el crecimiento durante este año ha sido un entorno externo menos favorable debido a: (i) la corrección en la cotización internacional de la soja, que en lo que va del año ha caído 15% (ver Recuadro 1), lo que ha afectado el valor exportado (ver gráfico 3.10) dada la importancia de este producto y algunos de sus derivados dentro del total de las ventas al exterior (la semilla de soja y sus derivados como el aceite y harina, representan casi la mitad de las exportaciones totales del país, ver gráfico 3.11), y (ii) un menor crecimiento de Brasil que ha tenido un impacto negativo sobre el comercio de bienes con este país (las reexportaciones se redujeron 17% en el periodo enero-julio 2014, respecto de similar periodo del año previo).

Gráfico 3.11
Participación en el total de exportaciones (%)



Fuente: BCP

Gráfico 3.12
Exportaciones paraguayas según país de destino (%)

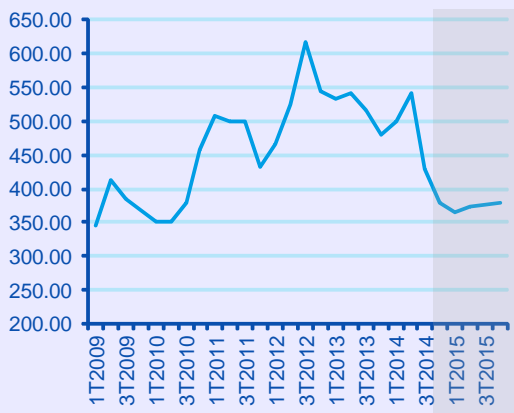


Fuente: BCP

Recuadro 1. Precio de la soja y su impacto en la actividad

Entre el cierre del año 2013 y fines de setiembre del 2014, el precio de la soja en el mercado de Chicago se redujo en alrededor de 23%. Nuestro escenario de proyección contempla un precio de la soja que cerraría en USD/TN 380 este año y USD/TN 378 al finalizar el 2015 (ver gráfico R.1.1).

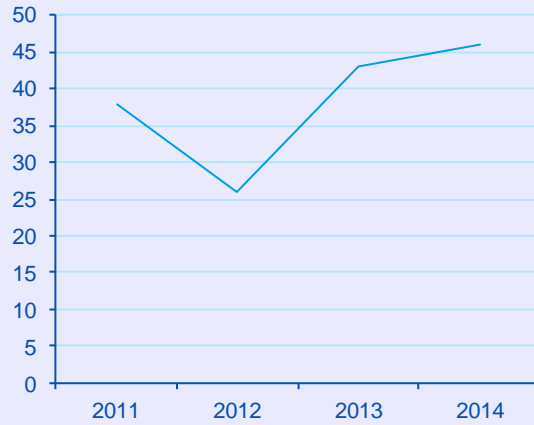
Gráfico R.1.1 Precio de la soja y proyección (USD/TN)



Fuente: WEF, BBVA Research

La reducción en el precio de este cultivo responde principalmente a la megacosecha que se dio en Estados Unidos. Aunque algunos factores climáticos, como una posible sequía en Brasil, han incrementado el precio de la soja en las últimas semanas (octubre-primer quincena de noviembre), estimamos que los precios seguirán por debajo de los observados en 2013-2014. El análisis de los precios de este cereal es particularmente importante para Paraguay dado el peso de la soja y sus derivados sobre las exportaciones (ver gráfico R.1.2) así como en la totalidad de la actividad económica del país. Actualmente la siembra sojera ha alcanzado un avance de alrededor del 80% con una superficie que se espera similar a la del 2013, entre 3.2-3.5 millones de hectáreas. La producción alcanzaría un volumen de 8.1-10 millones de toneladas con un rendimiento de 2.53 toneladas por hectárea según la Cámara Paraguaya de Procesadores y Exportadores de Oleaginosas y Cereales (CAPPRO) (ver gráfico R.1.3), aunque algunos otros analistas estiman rendimientos más cercanos a 2.8 toneladas por hectáreas

Gráfico R.1.2 Participación del complejo soja en el total de exportaciones (%)



Fuente: CAPPRO, BCP, BBVA Research

Gráfico R.1.3 Producción de soja en Paraguay

Año	Área (has)	Volumen (tons)	Rendimiento (tons/has)
2012	2,700,000	4,200,000	1.56
2013	3,025,500	7,950,000	2.63
2014	3,200,000	8,100,000	2.53

Fuente: CAPPRO, BBVA Research

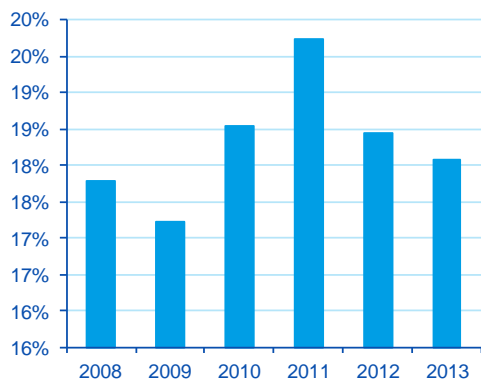
Con los nuevos precios proyectados para la soja la campaña 2014-2015 mostrará márgenes más bajos, aunque aún seguirá siendo rentable. Analistas del sector estiman una ganancia promedio de USD227 por hectárea, asumiendo una cotización internacional de USD360/TN y un rendimiento promedio de 2.8TN/ha. El negocio alcanzaría su punto de equilibrio con un precio de alrededor de USD300 la tonelada con un costo de producción estimado en unos USD600 por hectárea.

A pesar de la desaceleración del crecimiento esperado para el 2014 y 2015, el ritmo de expansión de la economía paraguaya sigue siendo uno de los mayores entre los países de la región. El menor dinamismo de la economía, frente a lo registrado en el 2013 se debe a un proceso de normalización del crecimiento hacia niveles sostenibles (después de haber alcanzado récord de producción agrícola y energética) y en línea con el PIB potencial que estimamos se encontraría en alrededor de 4.5%, en un entorno en que las condiciones en los países vecinos, Brasil y Argentina, seguirían siendo poco favorables.

Nuestro escenario de proyección considera niveles de inversión de 4.9% para este año, los cuales serán algo mayores en el periodo 2015-2016 (alrededor de 6%), en la medida en que las reformas que buscan impulsar la ejecución del gasto público, así como promover el privado, como por ejemplo la Ley de Asociaciones Público-Privadas (APP) se materialicen. En cuanto a la agroindustria, actividad que representa entre el 40%-50% del PIB, las perspectivas continúan siendo buenas. Los niveles récord de producción registrados en las últimas dos campañas sojeras hará difícil que la agricultura registre crecimientos similares a los del 2013. Sin embargo, no se esperan retrocesos en la producción y hasta ahora no hay ningún factor climático que preocupe de manera importante.

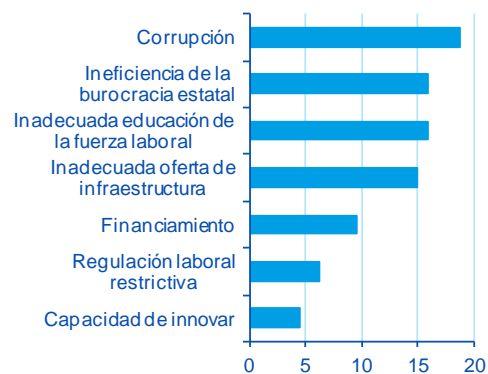
Consideramos que el crecimiento del PIB potencial en Paraguay podría ser mayor al actual. Un elemento central para incrementar el potencial sigue siendo la inversión tanto pública como privada. Actualmente el ratio de Inversión/PIB es uno de los más bajos en la región, alrededor del 17% del PIB (ver gráfico 3.13). Además para impulsar la productividad y la competitividad se requiere mayor gasto en sectores como educación, infraestructura, innovación entre (ver gráfico 3.14).

Gráfico 3.13
Ratio inversión / PIB (%), inversión y PIB expresados en G constantes de 1994)



Fuente: BCP

Gráfico 3.14
Principales problemas para hacer negocios WEF 2014-2015 (% de respuestas)

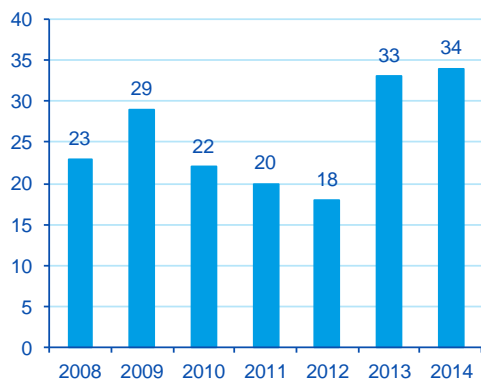


Fuente: WEF

Industrialización, nuevos sectores y nuevos mercados

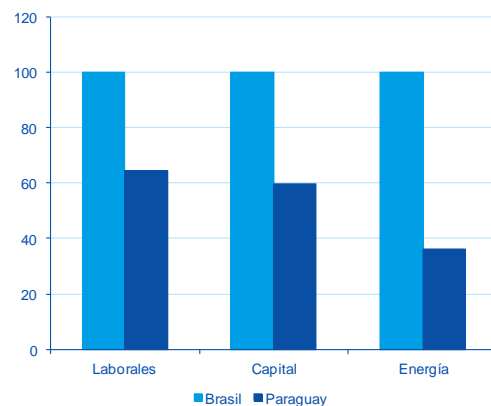
El sector industrial en Paraguay se ha fortalecido en los últimos años. Por una parte se han incrementado los volúmenes de producción de aceites de soja y se ha fortalecido la industria frigorífica de carne. En el caso de la soja, la industrialización según la Cámara Paraguaya de Procesadores y Exportadores de Oleaginosas y Cereales (CAPPRO) representó el 34% de lo producido hasta setiembre de 2014, industrializándose alrededor de 2.7 millones de toneladas de soja (ver gráfico 3.15). En cuanto a la carne, el crecimiento ha sido importante, luego de la recuperación de los mercados perdidos por el brote de aftosa en el 2011. Los niveles de faena y el consumo de carne se han incrementado significativamente, y las exportaciones se dirigen a mercados que buscan mayor calidad y por tanto ofrecen mejores precios (por ejemplo Chile y Brasil, que en promedio pagaron USD5.3 por kilo), buscando sustituir envíos a Rusia (que ofrecen precios más bajos, USD3.75 por kilo) por mercados nuevos en Europa (precio promedio USD5.6 kilo). Por otro lado, se han desarrollado inversiones en rubros que tienen algunas complementariedades con Brasil. En este sentido, la reconversión de algunos procesos productivos y el aprovechamiento de ventajas competitivas como menores costos frente a Brasil (ver gráfico 3.16) (en algunas ramas las diferencias de costos alcanzan niveles entre 30%-40%), han impulsado la industria de maquila, automotriz, plásticos entre otros. Se espera que este proceso continúe en los próximos años de tal forma que las exportaciones de productos con mayor valor agregado tiendan a incrementarse.

Gráfico 3.15
Industrialización soja (producción de soja/industrialización de CAPPRO, %)



Fuente: CAPPRO

Gráfico 3.16
Diferencia de costos entre Paraguay y Brasil

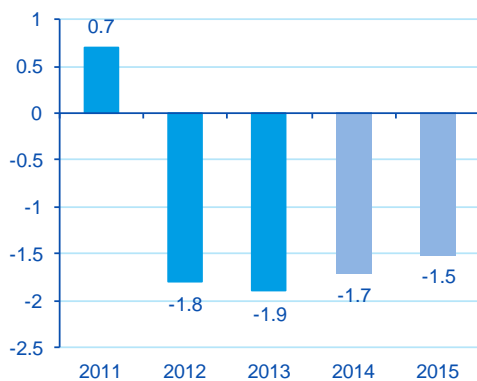


Fuente: Federación de Industrias del Estado de Sao Paulo (FIESP)

4. Cuentas fiscales continuarían con resultados deficitarios

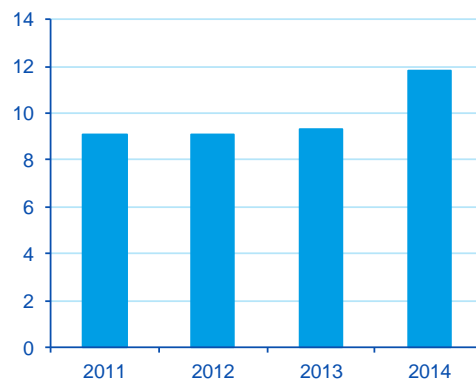
Para 2014 esperamos un resultado fiscal equivalente al -1.7% del PIB que se reduciría a -1.5% en el 2015, en línea con la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal (LTRF) promulgada en el 2013 (ver gráfico 4.1). Estos resultados deficitarios no podrán en riesgo la sostenibilidad de las cuentas fiscales considerando que la deuda bruta del Gobierno es una de las más bajas de la región, alrededor de 12% del PIB (ver gráfico 4.2). Cabe señalar que la LTRF incorpora límites al crecimiento del gasto corriente primario (no podrá exceder a la tasa de inflación interanual más el 4%) y al aumento general de los salarios en el sector público (solo cuando se produzcan incrementos en el salario mínimo legal se podrá incrementar el salario en el sector público y como máximo en la misma proporción). La Ley también impone un tope al déficit fiscal de la Administración Central, que no podrá exceder el 1.5% del PIB, tanto en la elaboración como así también la aprobación del Presupuesto.

Gráfico 4.1
Resultado fiscal



Fuente: BCP, BBVA Research

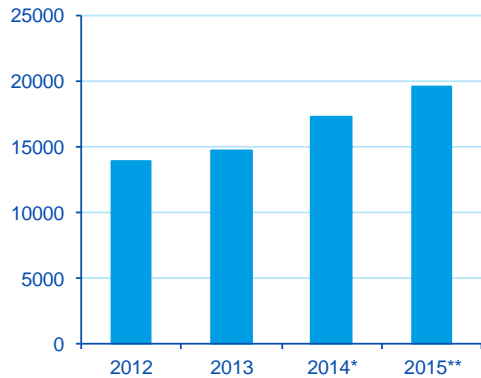
Gráfico 4.2
Deuda pública externa % del PIB



Fuente: BCP, BBVA Research

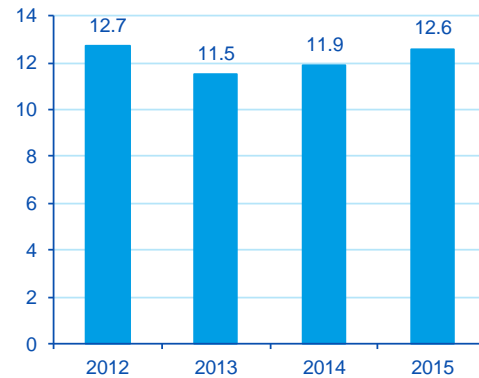
Por el lado de los ingresos, la reforma implementada el año 2013 en la que se creó el IVA agropecuario, el impuesto a la renta personal, impuestos a los créditos, entre otros, unida al crecimiento económico, han generado un incremento en los ingresos tributarios de alrededor de 20% este año. Alrededor de un tercio de este crecimiento lo explican los nuevos impuestos, además la recaudación por concepto de impuestos sobre los bienes y servicios, impuesto al comercio exterior e impuesto a la renta y utilidades se incrementaron en 19.1%, 9.9% y 20.2% respectivamente. De esta forma los ingresos totales del fisco acumulados a setiembre del 2014 ascienden a G 17.888 mil millones, superando en 14% a lo registrado en similar periodo del año anterior (ver gráfico 4.3). El presupuesto público para el año 2015 incluye una previsión de ingresos totales 12,3% superiores a los ingresos del presupuesto ajustado del 2014, además la recaudación impositiva para el próximo año sería mayor en 16.1% a lo correspondiente para el año 2014. Tomando en cuenta lo manifestado en el Presupuesto Nacional, la presión tributaria equivalente a 11.9% del PIB para el 2014 se incrementaría a 12.6% en el 2015 (ver gráfico 4.4). El incremento del número de contribuyentes que se da producto de la reforma tributaria genera mayor presión sobre la administración tributaria y su capacidad de gestión.

Gráfico 4.3
Ingresos tributarios (miles de millones de Guaraníes)



*Estimado al cierre ** Considerado en el Presupuesto público. Fuente: Ministerio de Hacienda

Gráfico 4.4
Presión tributaria (Ingresos tributarios como % del PIB)



Fuente: Ministerio de Hacienda

Por el lado del gasto, en los años 2011 y 2012 los salarios públicos registraron fuertes incrementos, medida contracíclica que aportó que generó un déficit fiscal. A partir del presupuesto del 2013 el ejecutivo pidió congelamiento de los salarios, lo cual fue aprobado por el Congreso y que nuevamente se aprobó para el presupuesto del 2014. Adicionalmente se ha recortado personal y se ha dejado de renovar contratos, ajustando la partida salarial en un 30% aproximadamente. Para el 2015 el proyecto de Presupuesto Público asigna a la administración central un total de gastos que representan un incremento del 6,2% con respecto al presupuesto ajustado del año 2014. Adicionalmente, el gasto corriente aumenta en un 10,4% y el gasto de capital se incrementa en 5,1%, correspondiendo a la inversión física una reducción del 3,8%. Esta dinámica de menor crecimiento de gastos respecto al de ingresos, explica la reducción del déficit que esperamos a lo largo del horizonte de proyección.

Los problemas en la ejecución de inversión pública persisten, aunque el monto gestionado es casi el doble de lo históricamente gastado, aún no es suficiente para cumplir con lo presupuestado. Como hemos mencionado anteriormente en este informe, el incremento en los niveles de ejecución se ha logrado con la misma capacidad que ya se tenía, inclusive con menor personal, lo que se convierte en un limitante para abarcar y agilizar más proyectos en cartera. Adicionalmente al tema de recursos humanos y capacidades, también se hace necesario reducir la burocracia dentro del sector público, buscando simplificar procesos, evitar duplicidad y retrasos en los mismos.

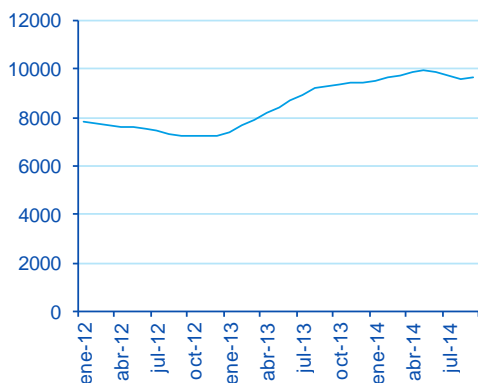
5. Moderado déficit en cuentas externas reduce vulnerabilidad frente a volatilidad en los mercados financieros globales

En el periodo enero-setiembre 2014 las exportaciones paraguayas totalizaron USD 7 815 millones, superiores en 3.2% a los registrado en similar periodo del año previo. El aumento en el volumen exportado explicó 0.7 puntos porcentuales del crecimiento, mientras que el restante 2.5% se debió a mejores precios de exportación. El Mercosur continuó representando el principal mercado de exportación, con una participación del 41%.

Aunque las exportaciones de semilla de soja y de energía eléctrica se redujeron 6.6% y 2.4% en términos nominales, ambos productos habían alcanzado records históricos en el año 2013. La carne y la harina de soja, que tienen una participación de 12.8% y 11.8% en las exportaciones totales respectivamente, se expandieron 26.3% y 34.4%, compensando la caída observada en los principales dos rubros de exportación (ver gráfico 5.1). En el caso de la carne, los principales destinos fueron Rusia, Chile, Brasil, Hong Kong e Israel.

La desaceleración de Brasil afectó el comercio fronterizo. En este sentido, las reexportaciones se contrajeron alrededor de 13% interanual en el periodo enero-setiembre 2013. Por otro lado, las exportaciones de maquila al mes de septiembre totalizaron USD 170,7 millones, 44,4% superior a los USD 118,2 del año anterior, destacando productos como pieles y cueros, hilos, cables y demás conductores, prendas y complementos de vestir, calzados, entre otros.

Gráfico 5.1
Exportaciones acumuladas últimos 12 meses (millones de dólares)



Fuente: BCP, BBVA Research

Gráfico 5.2
Exportaciones acumuladas enero-setiembre principales productos (USD millones)

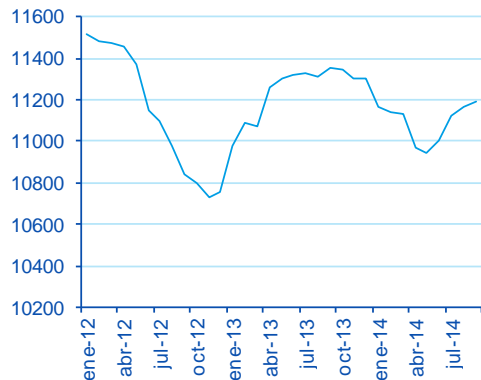
	2013	2014	Var %
Total	7575	7815	3.2
Semilla de soja	2461	2299	-6.6
Energía eléctrica	1670	1630	-2.4
Carne	792	1001	26.4
Harina de soja	687	924	34.5
Cereales	537	405	-24.6
Aceite de soja	337	370	9.8
Cueros	115	143	24.3

Fuente: BCP, BBVA Research

Por el lado de las importaciones, estas se redujeron 1.3% en términos nominales en el periodo enero-setiembre 2014. Esta reducción se explicó principalmente por las importaciones realizadas bajo el régimen de turismo (que se contrajeron -12.4%), las cuales están vinculadas a la actividad de reexportación. Al excluir este rubro del total importado, el resultado es un incremento de 2.4% en las importaciones orientadas al mercado interno en similar periodo. El principal impulso vino por el lado de bienes de consumo con una expansión de 4.7% a/a, destacándose principalmente las mayores importaciones de automóviles y camionetas (+20.8%). Por otro lado, las compras al

exterior de bienes de capital para consumo interno se contrajeron 3.8%, siendo los productos como generadores eléctricos y tractores, topadoras y niveladoras los rubros con caídas más pronunciadas (-23.6% y -10.6% respectivamente).

Gráfico 5.3
Importaciones acumuladas últimos 12 meses (millones de dólares)



Fuente: BCP, BBVA Research

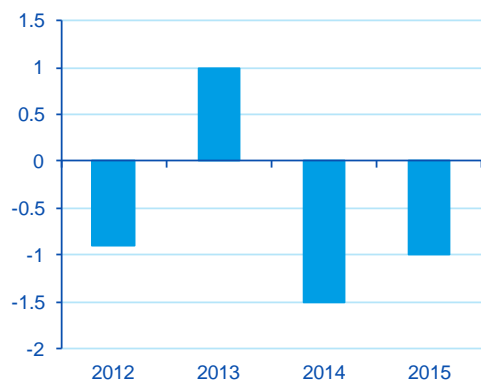
Gráfico 5.4
Importaciones acumuladas enero-setiembre (var. % interanual)

	Consumo nacional	Regimen de turismo	Total
Total	2.4	-12.4	-1.3
Bienes de consumo	4.7	0.9	3.7
No duraderos	1.9	-0.3	1.4
Duraderos	16.8	3.7	11.9
Bienes intermedios	5.1	4.7	5.1
Bienes de capital	-3.8	-21.3	-11
Maquinarias, aparatos y motores	-6.9	-21.6	-15.1
Elementos de transporte y accesorios	-4	-13.5	-4
Otros	8.2	-8.9	6.6

Fuente: BCP, BBVA Research

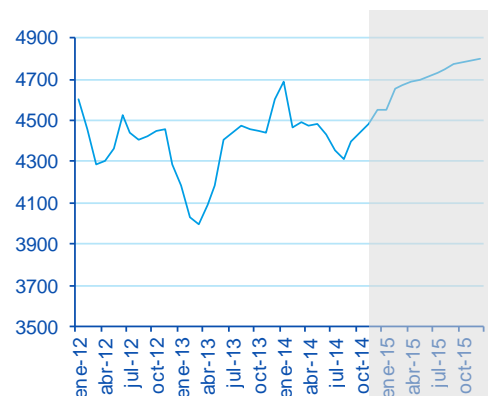
En este contexto, esperamos un resultado deficitario en la cuenta corriente equivalente a 1.5% y 1% para el 2014 y 2015, respectivamente. La baja vulnerabilidad externa de la economía paraguaya, así como la tendencia apreciativa del dólar, en un entorno de futuros incrementos en la tasa de política monetaria de la FED, nos llevan a proyectar niveles de tipo de cambio de alrededor de G 4550 /USD al cierre de este año, y de G 4800 /USD en el 2015. La política del BCP es de intervención muy moderada en el mercado cambiario, ya que consideran que los impactos de una depreciación del guaraní sobre la economía son relativamente acotados, en un entorno en que la dolarización del sistema financiero de aproximadamente 40%, no conlleva descalces por monedas relevantes. Las intervenciones del BCP se limitarían a episodios de brusca depreciación de la moneda, con la finalidad de suavizar los movimientos cambiarios.

Gráfico 5.5
Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCP, BBVA Research

Gráfico 5.6
Tipo de cambio (Guaraníes por dólar)



Fuente: BCP, BBVA Research

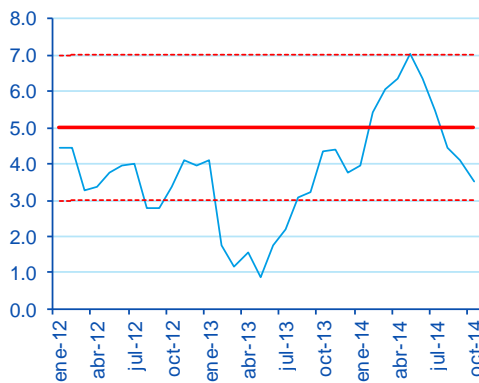
6. Inflación se mantendrá dentro del rango meta del BCP

En términos interanuales, a octubre la variación del índice de precios al consumidor se ubicó en 3.5%, en tanto que la inflación subyacente en 3.8%, continuando la tendencia decreciente observada en los últimos meses (ver gráfico 6.1). Destacan las disminuciones de precios de algunos alimentos, principalmente harina de trigo y maíz.. Dado esto, la inflación del rubro alimentos se sitúa en 1.6% en términos interanuales. Por otro lado, rubros como servicios y renta, más vinculados con la demanda interna, presentan incrementos interanuales de precios de 6.6% y 7.6%, respectivamente.

La evolución de la inflación durante el año es consistente con nuestra previsión que se ubica para el cierre de 2014 en 4.7%. Hacia adelante esperamos que la inflación se mantenga alrededor del 5%, meta establecida por el BCP. Esto se daría en un entorno de crecimiento del PIB en torno a su potencial, lo que cual no generaría presiones de demanda en precios, a lo que se suma la menor cotización de los combustibles en el mercado internacional.

Gráfico 6.1

Inflación total (Var. % interanual)



Fuente: BCP, BBVA Research

Gráfico 6.2

Inflación por grupos (Var. % interanual)

	Inflación interanual (%)
Servicios tarifados	9.5
Renta	7.6
Servicios	6.6
Bienes sin frutas y verduras	2.8
Otros bienes	1.8
Bienes alimenticios	1.6
Combustibles	0.7
Frutas y verduras	-3.2

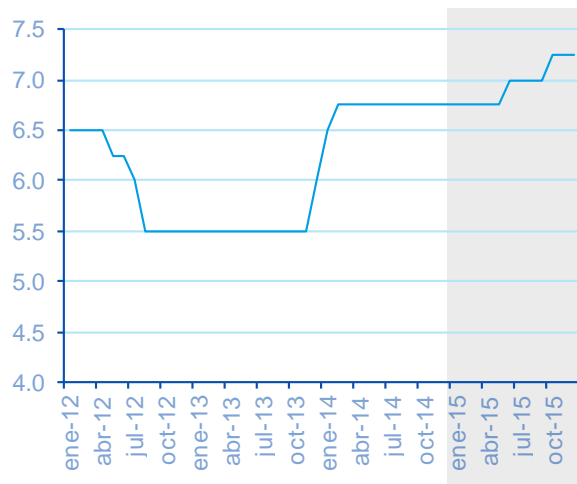
Fuente: BCP, BBVA Research

En un entorno sin presiones inflacionarias y en que el componente tendencial de la actividad económica crece a un ritmo de 5%, el BCP mantendrá su tasa de referencia

En su última reunión de política monetaria de octubre el BCP mantuvo la tasa de referencia en 6.75% (nivel en el que se encuentra desde febrero de este año, ver gráfico 6.3). El BCP considera que, si bien siguen existiendo sectores de la economía desacelerados por factores externos, éstos tienen menor dependencia de la política monetaria que aquellos sectores que siguen presentando un ritmo expansivo. También resalta que la actual tasa de política monetaria continúa cerca de su nivel neutral y es consistente con un escenario donde la inflación anual converge al 5% en el horizonte relevante de política (18-24 meses).

Por el lado de actividad, el BCP considera que tiene poco poder sobre la agricultura así como sobre la producción de las binacionales, por tanto en su análisis sobre crecimiento del producto eliminan ambos componentes. Al limpiar el PIB de estos efectos, el crecimiento se mantiene en niveles superiores al 5%, una tasa con la que el BCP se siente cómodo. Dado que la inflación está alineada con la meta y que consideran que el ritmo de actividad económica es adecuado, el BCP mantendría la tasa de referencia en sus niveles actuales en el corto y mediano plazo.

Gráfico 6.3
Tasa de interés de referencia (%)



Fuente: WEF, BBVA Research

7. Principales riesgos

Los principales riesgos a los que se enfrenta el crecimiento de la economía paraguaya son los siguientes:

- En primer lugar el entorno externo. En particular, cabe destacar aquí a Brasil, principal socio comercial de Paraguay, que representa alrededor del 30% de las exportaciones. Una desaceleración mayor a la anticipada en este país (esperamos un crecimiento de 0.2% para el 2014 y 1.3% para el 2015) podría afectar significativamente el desempeño de la actividad en Paraguay, especialmente lo vinculado a reexportación. Por otro lado, precios de la soja más bajos de lo anticipado en nuestro escenario de proyección afectarían los ingresos de la actividad agrícola desacelerando la inversión y consumo.
- En segundo lugar, dado que Paraguay es un país principalmente agrícola, el factor climático siempre será un riesgo latente, aunque por ahora no hay indicios de sequía o de alguna anomalía que afecte los cultivos, especialmente de granos.

8. Tablas

	2013	2014p	2015p	2016p
PBI (% interanual)	14.2	3.8	4.2	4.2
Inflación (% interanual, fdp)	3.7	4.7	5.0	5.0
Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	4603	4550	4800	4900
Tasa de interés de política (% fdp)	6.00	6.75	7.25	8.00
Consumo privado (% interanual)	7.0	2.9	3.8	3.9
Consumo público (% interanual)	5.2	0.5	3.5	3.7
Inversión (% interanual)	13.4	4.9	6.1	6.4
Resultado fiscal (% del PBI)	-1.9	-1.7	-1.5	-0.7
Cuenta corriente (% del PBI)	1.0	-1.5	-1.0	-0.7

	PBI (%, interanual)	Inflación (%, interanual, fdp)	Tipo de Cambio (vs.USD,fdp)	Tasa de interés de política (% fdp)
1T12	-3.6	3.3	4284	6.50
2T12	-2.3	3.9	4529	6.25
3T12	3.2	2.8	4419	5.50
4T12	-2.0	4.0	4285	5.50
1T13	17.1	1.2	3997	5.50
2T13	15.3	1.7	4404	5.50
3T13	11.9	3.2	4460	5.50
4T13	12.8	3.7	4603	6.00
1T14	3.9	6.1	4490	6.75
2T14	3.0	6.4	4434	6.75
3T14	2.2	4.0	4400	6.75
4T14	4.9	4.7	4550	6.75
1T15	3.5	3.4	4670	6.75
2T15	4.4	4.0	4712	7.00
3T15	4.4	6.2	4770	7.00
4T15	4.4	5.0	4800	7.25

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/GobiernoCorporativo".

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 Perú

Hugo Perea
+51 1 2112042
hperea@bbva.com

Francisco Grippa
+51 1 2111035
fgrippa@bbva.com

Rosario Sánchez
+51 2112015
rdpsanchez@bbva.com

Yalina Crispin
+51 2111649
Yalina.crispin@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
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

Pensiones
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