

# Situación Paraguay

1º SEMESTRE DE 2016 | UNIDAD DE PERÚ



01 Crecimiento en torno a 3,0% en 2016 y 2017. La demanda interna, por los proyectos de infraestructura, será el principal motor

02 Menor depreciación de la moneda pero con episodios de volatilidad. Este ajuste será reflejo del deterioro en los fundamentos

03 La inflación seguirá contenida alrededor del rango medio de la meta. De esta manera, el Banco Central mantendrá su tasa de referencia

04 Principales riesgos: desaceleración más pronunciada de Brasil y China, y menor ritmo de avance de los proyectos de infraestructura

## Índice

|   |    |
|---|----|
| 1 Editorial   | 3  |
| 2 Crecimiento global frágil y supeditado a China  | 5  |
| 3 Paraguay: proyectamos crecimientos en torno a 3% para 2016 y 2017                                 | 7  |
| Recuadro 1. Actualización del crecimiento potencial de Paraguay                                     | 10 |
| Recuadro 2. La importancia del desarrollo de la infraestructura                                     | 15 |
| 4 Prevemos una depreciación más contenida del Guaraní   | 17 |
| 5 Inflación se mantendrá cercana al centro del rango meta del BCP                                   | 18 |
| 6 Banco Central flexibiliza posición de la política monetaria                                       | 20 |
| 7 El balance de riesgos sobre nuestras proyecciones de crecimiento 2016-2017 está sesgado a la baja | 22 |
| 8 Tablas  | 23 |

**Fecha de cierre: 24 de mayo de 2016**

# 1 Editorial

**La actividad económica inició el año con un dinamismo similar al de los meses previos.** De esta manera, la tasa de crecimiento, medida a través del IMAEP, se mantuvo en 1,3% en el primer trimestre (0,7% en el cuarto trimestre 2015). Las actividades más vinculadas a la demanda interna, como comercio, construcción e industria, siguieron cayendo. En particular, las actividades comerciales de bienes durables como venta de vehículos, tiendas y prendas de vestir y equipo para el hogar se ubicaron en terreno negativo, lo cual estuvo relacionado, principalmente, al debilitamiento de las ventas en las ciudades fronterizas, por la menor actividad económica de los países vecinos (sobre todo de Brasil). En lo positivo, el conjunto de sectores que responde a elementos de oferta, como producción energía (binacionales) y agricultura, mantuvo resultados positivos en los primeros tres meses. Se estima que la campaña de soja se incrementó más de 10% respecto a la producción del año previo, debido a los mayores rendimientos obtenidos, y la generación de energía eléctrica se vio favorecida por el mayor caudal hídrico a raíz del fenómeno "El Niño". Estos elementos, por el lado del gasto, se han traducido en mayores exportaciones (soja y electricidad pesan en conjunto alrededor del 45% del total exportado).

Prevedemos que, a partir del segundo trimestre, **el producto empezará un proceso de recuperación gradual, y de esta manera el PIB 2016 registrará un crecimiento en torno a 3%.** Por el lado sectorial, la actividad será impulsada por la agricultura (para los próximos trimestres, además de soja, se tienen buenas perspectivas para otros cultivos), electricidad y servicios, que continuarían con el buen desempeño de la primera parte del año, y por Construcción, que comenzaría a mostrar una recuperación de la mano de la reversión de los choques puntuales que afectaron el primer trimestre. Asimismo, se espera una recuperación de la actividad ganadera tras haberse contraído en el 2015 pues, de acuerdo a referentes del sector, a la fecha el precio promedio de la carne ha subido y esto aseguraría un buen margen para el criador, impulsando así la inversión y la producción. Por el lado del gasto, darán soporte al crecimiento las exportaciones (soja y derivados, electricidad y carne) y la demanda interna, por mayor construcción.

Por el lado fiscal, **prevemos que el déficit público se ubicará alrededor de 2,0% del PIB en el presente año,** en un contexto donde los ingresos serán más débiles debido a la desaceleración de actividades económicas tributariamente relevantes y la disminución de los precios de las materias primas. Asimismo, **se registrará un mayor gasto de capital orientado a los proyectos de infraestructura priorizados por el gobierno.** Si bien la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal (LTRF) fija un límite para el déficit fiscal en 1,5% del PIB, nuestra previsión asume que el gobierno, a pesar de hacer ajustes para mantener el déficit dentro de los límites contemplados en la ley, no cumplirá el tope establecido en el presente año. Hacia adelante estimamos una reducción paulatina del déficit de manera que se cumpla el tope de la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal, lo que ayudará a consolidar la credibilidad en la regla fiscal.

En el mercado cambiario, **el Guaraní se fortaleció recientemente,** algo que también ocurrió con las monedas de otras economías emergentes y en general con activos percibidos como de mayor riesgo. Estimamos que **ello es transitorio** y que **pronto la moneda local retomará su tendencia alcista.** Primero, porque nuestra visión sobre lo que ocurrirá con algunos de los factores importantes que inciden sobre la trayectoria del tipo de cambio en el corto plazo es algo distinta a la del consenso del mercado. Por ejemplo, nosotros estamos previendo que la FED elevará su tasa en lo que resta del año pues el mercado laboral se mantiene robusto, las presiones inflacionarias bajistas empiezan a ceder, y las tensiones financieras a nivel global han retrocedido, mientras que el consenso del mercado anticipa que no lo hará. La sorpresa que estimamos que se llevará el mercado generará presiones al alza sobre el tipo. Y segundo, porque hay factores estructurales que apoyan una tendencia depreciatoria de la moneda local. El influjo de capitales hacia los sectores transables de la economía, como por ejemplo el sector agrícola, está disminuyendo y

continuará haciéndolo en un entorno en el que no prevemos una recuperación importante en los precios de las materias primas, sobre todo en la soja, y en el que las condiciones crediticias a nivel global irán poco a poco apretándose. **La moneda se ubicará en torno a PYG 5 950 por USD hacia el cierre del año y más cerca de PYG 6 200 por USD a fines de 2017.**

En cuanto al panorama de precios, **la inflación interanual ha registrado incrementos significativos**, en comparación con las tasas ejecutadas durante el 2015. **Sin embargo, ha empezado a ceder** en un entorno más favorable vinculado a la caída en los precios de los servicios de transporte domésticos ante los menores costos de combustibles, y a las menores presiones al alza sobre el tipo de cambio. **Estimamos que en lo que resta del año la inflación se mantendrá cerca del centro del rango meta.** A corto plazo, estimamos que la inflación se moderará algo más. Sin embargo, durante la última parte de año la inflación registrará un leve recorrido al alza con lo que **cerrará el 2016 en torno a 4,7%** (esta previsión considera el regreso de la moneda a una senda depreciatoria y un efecto estadístico que incidirá al alza sobre la inflación durante el cuarto trimestre). En ese contexto, de moderación de la inflación, de expectativas inflacionarias alineadas a la meta y de ausencia de presiones de demanda; el Banco Central tendrá más espacio para mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual (5,75%) durante el 2016.

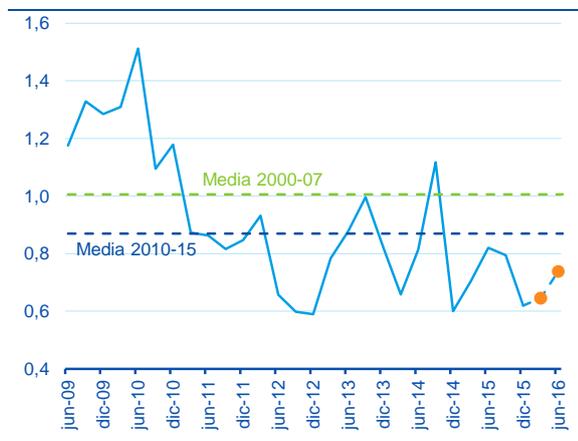
Finalmente, **el balance de riesgos sobre nuestras proyecciones de crecimiento 2016-2017 para Paraguay está sesgado a la baja.** Por el lado externo, son riesgos bajistas Brasil y China (por su efecto indirecto sobre Brasil); y en el frente local, eventuales retrasos en la ejecución de las grandes obras de infraestructura.

## 2 Crecimiento global frágil y supeditado a China

Los datos disponibles para el primer trimestre de 2016 confirman nuestros pronósticos de estabilización del crecimiento de la economía mundial en tasas reducidas pero ligeramente superiores a las de finales de 2015. El indicador BBVA-GAIN<sup>1</sup> cifra el aumento trimestral del PIB mundial en 0,6% (2,6% en tasa anualizada), bien por debajo del promedio registrado entre 2010 y 2015 (Gráfico 2.1). Un ritmo de crecimiento que podría acelerarse ligeramente en el segundo trimestre si se consolidan las señales de menor deterioro que arrojan los indicadores disponibles de producción, comercio y confianza empresarial, pero que todavía resulta insuficiente para que el avance anual de la economía mundial se sitúe en torno al 3,2% (nuestra previsión para el conjunto de 2016).

El fuerte aumento de la volatilidad financiera observado entre diciembre de 2015 y febrero de 2016, además de responder a la propia desaceleración de la actividad global, amenazaba con acentuarla si persistía con la misma intensidad y terminaba por traducirse en una contracción de las decisiones de gasto. El balance mejor de lo esperado de los indicadores económicos de China, junto con las menores presiones bajistas sobre la cotización del yuan, la recuperación de los precios de las materias primas y la moderación de las expectativas de subidas de tipos de interés por parte de la Fed, ha sido clave en la remisión de las tensiones financieras a partir de entonces y en la reducción, a su vez, de la probabilidad de ocurrencia de un escenario de estrés de dimensión global a corto plazo.

Gráfico 2.1  
**PIB mundial, % t/t. Previsiones 1T y 2T para 2016 en base a BBVA-GAIN**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)**



Fuente: BBVA Research y Haver

### China: menores riesgos a corto plazo, pero más dudas a largo plazo

El refuerzo de las políticas de estímulo, tanto monetario como fiscal, por parte de las autoridades chinas ha contribuido a suavizar los efectos del reajuste del sector manufacturero sobre la producción agregada y, por tanto, sobre los flujos comerciales del país con el resto del mundo. A corto plazo, la implementación de medidas contra-cíclicas puede facilitar una desaceleración de la economía más gradual de lo esperado; sin embargo, si ello trae aparejado un retraso en la corrección de desequilibrios fundamentales como el elevado apalancamiento del sector corporativo o el exceso de oferta en algunas ramas de la industria y la construcción, la vulnerabilidad financiera de China ante *shocks* como el observado en el verano de 2015 se estaría incrementando y, con ello, su potencial desestabilizador sobre el resto del mundo. Tomado en

1: Véase <https://www.bbva.com/en/publicaciones/global-gdp-growth-remains-stuck-at-2-6-yoy-in-q1-less-cloudy-outlook-but-the-same-risks/>

conjunto, estos factores nos llevan a una revisión al alza de las previsiones de crecimiento en China en 2016, hasta el 6,4% en 2016, y mantener un crecimiento de 5,8% en 2017.

## El entorno internacional condiciona las decisiones de la Fed y contribuye a aliviar las presiones sobre los emergentes

El peso otorgado por los agentes al deterioro del entorno internacional en la función de reacción de la Fed explica el retraso en las expectativas sobre la próxima subida de tipos de interés. Frente a los dos aumentos que pronostican los miembros del FOMC para 2016, el mercado ha trasladado el siguiente incremento a principios de 2017. La respuesta del dólar, depreciándose pese al buen comportamiento relativo que sigue exhibiendo la demanda doméstica de EE.UU., y la relajación de los tramos largos de la curva dólar han contribuido a aliviar las restricciones de financiación del bloque emergente, como refleja: (i) el índice BBVA de tensiones financieras para esta región, que ha corregido todo el repunte observado en los primeros meses de 2016 (Gráfico 2.2), y (ii) la reactivación de las entradas de capital extranjero, en donde se ha producido entradas netas de capital en los países emergentes desde mediados de febrero debido, en parte, a la relocalización de flujos de inversión hacia instrumentos con mayor rentabilidad.

Además, en la medida en que los bancos centrales desarrollados mantengan la dirección de política monetaria de los últimos meses (refuerzo o mantenimiento de los estímulos en el caso del BCE y el Banco de Japón; prudencia en la normalización de tipos de interés por parte de la Fed), las autoridades emergentes dispondrán de mayor margen de maniobra para priorizar, entre sus objetivos, la recuperación económica. La gradualidad esperada para la Fed (factor de soporte a los flujos de capital hacia la región) y la recuperación reciente de las divisas (contención del posible aumento de la inflación por encarecimiento de los bienes importados) limitan la necesidad de acometer subidas agresivas de tipos de interés.

Con todo, la mejora relativa del escenario económico global en el último trimestre continúa siendo frágil y supeditada, a corto plazo, tanto a la evolución de la economía china como a la resolución de los focos de inestabilidad geopolítica presentes en Europa. En cualquier caso, no es descartable que se repitan episodios de volatilidad financiera como el de principios de este año (de mayor o menor intensidad), en un contexto de incertidumbre elevada sobre la capacidad del bloque emergente para sortear su desaceleración y de los bancos centrales desarrollados para relanzar el crecimiento.

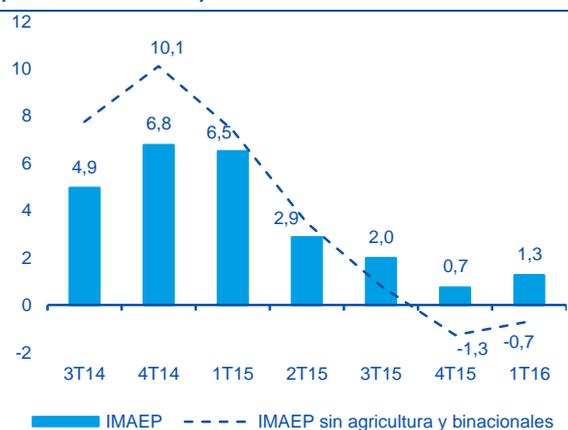
### 3 Paraguay: proyectamos crecimientos en torno a 3% para 2016 y 2017

#### Bajo dinamismo del PIB en la primera parte del año ante la debilidad de las actividades vinculadas a la demanda interna

El indicador de actividad económica, IMAEP<sup>2</sup>, avanzó 1,3% interanual en el primer trimestre, manteniendo un ritmo similar al de los tres meses previos (ver Gráfico 3.1). Al interior, sin embargo, se registró un crecimiento diferenciado por componentes. De un lado, el conjunto de sectores que responde a elementos de oferta, como producción energía (binacionales) y agricultura, mantuvo resultados positivos en los primeros tres meses. De otro lado, las actividades más vinculadas a la demanda interna, como comercio e industria, siguieron cayendo. De esta manera, el IMAEP que excluye a la agricultura y las binacionales se contrajo 0,7% en el periodo.

En el trimestre, las actividades comerciales de bienes durables como venta de vehículos, tiendas y prendas de vestir y equipo para el hogar se ubicaron en terreno negativo (ver Gráfico 3.2). Esta desaceleración del sector comercial obedece al debilitamiento de las ventas en las ciudades fronterizas, lo que se explica, principalmente, por la menor actividad económica de los países vecinos, en particular de Brasil. Adicionalmente, se registraron algunos factores de oferta puntuales como una significativa desaceleración de la Construcción, resultado de las mayores precipitaciones (fenómeno “El Niño”), que obstaculizaron la ejecución normal de las obras del sector privado y público. Por el lado del gasto estos factores reflejan en un menor dinamismo del consumo y de la inversión.

Gráfico 3.1  
Indicador de actividad económica, IMAEP (var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Indicadores de cifras de negocios, ECN (var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

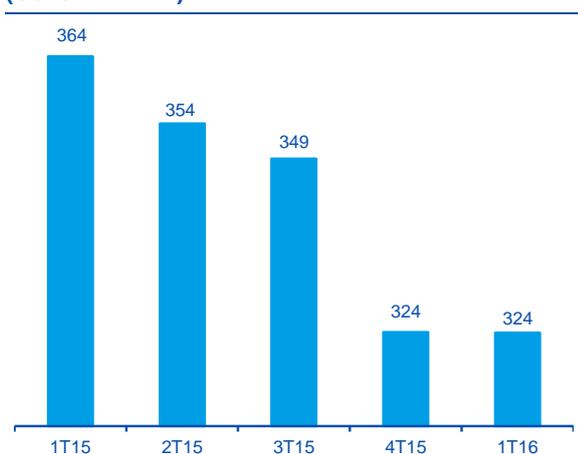
#### Los sectores extractivos le dieron soporte al producto

En lo positivo, el sector agrícola (20% del PIB total) ha venido mostrando resultados favorables en la primera parte del año. En particular, se estima que la campaña de soja se incrementó más de 10% respecto a la producción del año previo, debido a los mayores rendimientos obtenidos, lo que ha permitido cierto alivio en los márgenes de los agricultores, los cuales ya venían siendo ajustados, o en algunos casos negativos.

2: El Indicador Mensual de la Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) pretende entregar señales en el corto plazo sobre la evolución de la economía en términos constantes. El IMAEP incorpora información preliminar y no incluye la totalidad de los datos para las actividades económicas que integran el Producto Interno Bruto, debiendo por tanto considerarse como un indicador de la trayectoria de la economía paraguaya en el corto plazo.

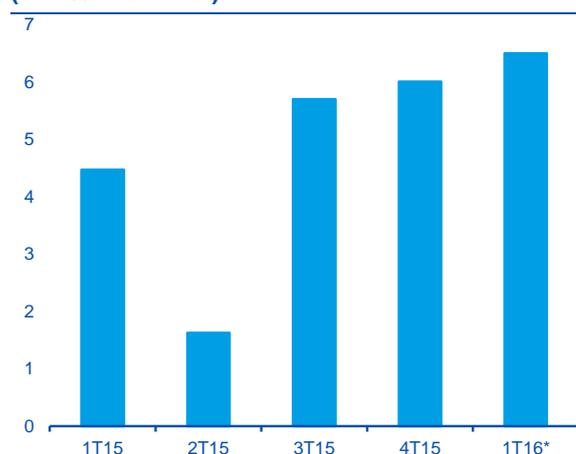
Esto, en un entorno donde el precio internacional ha comenzado a mostrar cierta estabilidad (ver Gráfico 3.3). También destacable en los primeros meses fue la mayor generación de energía, a raíz del mayor caudal hídrico que trajo consigo la presencia del fenómeno “El Niño”. De esta manera, la producción del conjunto de sectores que responde a elementos de oferta (energía eléctrica y agricultura) mantuvo un resultado positivo, que estimamos se habría expandido por encima del 6,0% (ver Gráfico 3.4). Por el lado del gasto, estas tendencias se reflejaron en un mejor desempeño de las exportaciones (soja y electricidad pesan en conjunto alrededor del 45% del total exportado).

Gráfico 3.3  
Precio de la soja  
(USD/Tonelada)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.4  
Sector agrícola y energía eléctrica (binacionales)\*  
(var. % interanual)



\*Estimación propia  
Fuente: BCP y BBVA Research

## Hacia adelante esperamos un impulso de los proyectos de infraestructura con lo que proyectamos un crecimiento en torno a 3% en 2016 y 2017

El escenario para el 2016-2017 será complejo y estamos considerando los siguientes elementos exógenos:

- Por el lado externo, nuestras previsiones toman en cuenta:
  - (i) Precio de la soja relativamente estable. Los ajustes de la oferta mundial serían compensados por los efectos de una demanda más débil, principalmente, de China.
  - (ii) Deterioro la economía brasileña en 2016 (-3,0%), pero que se recuperaría ligeramente hacia el 2017 (0,9%) condicionada fuertemente por la incertidumbre política y los ajustes por hacer en el plano fiscal.
  - (iii) El proceso normalización de la tasa de la FED seguirá rodeado de incertidumbre lo que anticipa episodios de volatilidad en los mercados financieros locales, los que, si son persistentes, podrían tener impactos reales.
- Por el lado local, asumimos que:
  - (iv) Gasto de gobierno en bienes y servicios (en especial, remuneraciones) consistente con la regla fiscal.
  - (v) Las obras de infraestructura tendrán un impacto más sensible.

Nuestro escenario central considera que el producto empezará un proceso de recuperación gradual a lo largo del presente año, y de esta manera se alcanzaría un crecimiento en torno a 3% (ver Gráfico 3.5).

Por el lado sectorial, la actividad será impulsada por la agricultura (para los próximos trimestres, además de soja, se tienen buenas perspectivas de la producción de maíz y trigo), electricidad y servicios, que

continuarían con el buen desempeño de la primera parte del año, y por Construcción, que comenzaría a mostrar una recuperación de la mano de la reversión de los choques puntuales que afectaron el primer trimestre. Asimismo, se espera una recuperación de la actividad ganadera tras haberse contraído en el 2015 pues, de acuerdo a referentes del sector, a la fecha el precio promedio de la carne ha subido y esto aseguraría un buen margen para el criador, impulsando así la inversión y la producción.

Por el lado del gasto, darán soporte al crecimiento las exportaciones (soja y derivados, electricidad y carne) y la demanda interna, por mayor construcción (ver Tabla 3.1).

Para 2017 proyectamos una tasa similar al 2016, donde el principal motor continuará siendo la demanda interna, impulsada en especial por los mayores niveles de inversión tanto privada como pública. Se estima que, a los proyectos de infraestructura que ya están en marcha o en agenda (como mejoramiento de rutas, carreteras, caminos vecinales, entre otros), se sumarán nuevos proyectos a desarrollarse bajo el esquema de Asociación Público Privadas (APP), lo que permitirá darle sostenibilidad al crecimiento. Cabe destacar que la inversión en infraestructura, además de favorecer la diversificación sectorial de la inversión total haciéndola menos volátil a los precios de las materias primas, genera importantes externalidades positivas y un impacto directo y generalizado sobre los niveles de productividad y bienestar de la sociedad.

Gráfico 3.5  
PIB anual  
(var. % interanual)



Fuente: BCP y BBVA Research

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

|                               | 2014        | 2015       | 2016(p)    | 2017(p)     |
|-------------------------------|-------------|------------|------------|-------------|
| <b>Demanda Interna</b>        | <b>5,3</b>  | <b>2,5</b> | <b>2,5</b> | <b>3,0</b>  |
| Consumo Total*                | 3,8         | 2,8        | 2,7        | 3,2         |
| Formación bruta de capital**  | 11,0        | 1,5        | 4,5        | 5,5         |
| <b>Demanda Externa</b>        | <b>-3,1</b> | <b>9,3</b> | <b>3,2</b> | <b>-4,6</b> |
| <b>Producto interno bruto</b> | <b>4,7</b>  | <b>3,0</b> | <b>3,1</b> | <b>3,1</b>  |

\*Considera consumo privado y público.

\*\*Considera la inversión bruta fija e inventarios.

Fuente: BCP y BBVA Research

A partir del 2017, con la recuperación más marcada de la demanda externa que tendrá impactos sensibles no solo en los niveles de exportación sino también en la actividad comercial fronteriza, y los proyectos de infraestructura en sectores como vialidad, agua y saneamiento y transmisión y distribución de energía eléctrica aún empujando la actividad, prevemos que el crecimiento de Paraguay se ubicará en promedio en 4,0%, en línea con el potencial (ver Recuadro 1. Actualización del crecimiento potencial de Paraguay).

## Recuadro 1. Actualización del crecimiento potencial de Paraguay

El producto potencial se define como el nivel de producción que una economía puede elaborar cuando está empleando sus recursos a plena capacidad y sin que se generen desequilibrios macroeconómicos.

Una característica de esta variable es que no es directamente observable. Estimar el PIB potencial, por lo tanto, requiere de la aplicación de diversos métodos que de manera general pueden clasificarse en estadísticos y económicos.

Los métodos estadísticos utilizan principalmente filtros para aislar el componente tendencial o de largo plazo (Hodrick y Prescott<sup>3</sup>, Baxter y King<sup>4</sup>, entre otros). Los métodos basados en modelos económicos tienen una interpretación más intuitiva al utilizar un marco analítico en el cual el producto potencial es una variable endógena que se relaciona con otras variables. Uno de los métodos de esta última categoría es “la función de producción”, mediante el cual se estima el PIB potencial a partir de sus factores determinantes (esencialmente, la productividad, el trabajo y el capital).

### Función de producción

En este caso, se usa una función de producción Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala y ajustada por capital humano (García-Fuentes y Lynn, 2009<sup>5</sup>, y Hofman y Tapia, 2003<sup>6</sup>):

$$Y_t = A_t K_t^\alpha (h_t L_t)^{1-\alpha}$$

donde,  $Y_t$  es el producto bruto interno,  $A_t$  es la productividad,  $K_t$  es el stock de capital físico,  $h_t$  es un factor de nivel de capital humano y  $L_t$  es el número de trabajadores. Todas las variables tienen una frecuencia anual. Asimismo,  $\alpha$  es la participación del capital físico en el producto, mientras que  $1 - \alpha$  representa la participación del trabajo y del capital humano.

Las variables relevantes para la estimación se calculan como sigue:

**a. Stock de capital:** Al no existir una medición directa del stock de capital físico ( $K_t$ ), se optó por generar una serie histórica desde 1994, mediante el método del inventario perpetuo:

- La acumulación de capital convencional:  $K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t$ ; donde  $I_t$  es el nivel de inversión y  $\delta$  es una tasa de depreciación. Se asume una función de depreciación lineal, y que la vida útil del capital es de 30 años.
- Para definir el stock de capital inicial ( $K_0$ ) se asume un escenario de estado estacionario en 1994:  $K_0 = \frac{I^*}{g+d}$ 
  - donde,  $I^*$  es promedio del ratio Inversión/PIB entre 1994-2015 y el PIB de 1994.
  - Por otro lado,  $g$  es el promedio de la tasa de crecimiento del PIB entre 1994-2015.

**b. Elasticidad capital-producto:** Se toma un valor de  $\alpha = 0,42$ , en concordancia con las estimaciones efectuadas por el Banco Central de Paraguay<sup>7</sup>.

**c. Capital humano:** Como en el caso del stock de capital, no existe una medición directa del capital humano ( $h_t$ ). Para la generación de esta variable se usa la siguiente ecuación:

$$h_t = \exp \left[ \left( \frac{\theta}{1-\psi} \right) s_t^{1-\psi} \right]$$

donde,  $s_t$  representa los años de escolaridad promedio de la población mayor de 15 años, mientras que  $\theta$  y  $\psi$  son parámetros de sensibilidad y curvatura de la función que toman valores de 0,32 y 0,58, respectivamente de acuerdo a lo que proponen Bils y Klenow (1998)<sup>8</sup>.

**d. Fuerza laboral:** Se considera como fuerza laboral ( $L_t$ ) a la PEA Ocupada.

3 Hodrick, R. y Prescott, E. (1997), "Postwar U. S. Business Cycles: An Empirical Investigation", Journal of Money, Credit And Banking, Vol. 29, No. 1.

4 Baxter, M. y King, R. (1995), "Measuring Business Cycles Approximate Band-Pass Filters For The Economic Time Series", National Bureau Of Economic Research, Working Paper No. 5022.

5 García-Fuentes, P. y Lynn, P. (2009), "Remittances and Economic Growth in Latin America and the Caribbean: The Impact of Human Capital Development". Southern Agricultural Economics Association Annual Meeting, Atlanta, Georgia.

6 Hofman, A. y Tapia, H. (2003) "Potential output in Latin America: a standard approach for the 1950-2002 period", Serie Estudios estadísticos y prospectivos No25, CEPAL.

<sup>7</sup> Ver recuadro IPoM, diciembre 2014.

<sup>8</sup> Bils, M. y Klenow, P. (1998), "Does Schooling Cause Growth or the Other Way Around?". National Bureau of Economic Research (Cambridge, MA) Working Paper No. 6393.

**e. Productividad Total de Factores (PTF):** La

PTF se obtiene por residuo:

$$A_t = \exp[\log Y_t - a \log K_t - (1 - \alpha) \log h_t - (1 - \alpha) \log L_t]$$

Finalmente, para construir la serie del producto potencial,  $Y_t^*$ , se procede de la siguiente manera:

$$Y_t^* = A_t^* K_t^{*\alpha} (h_t^* L_t^*)^{1-\alpha}$$

$A_t^*$ ,  $h_t^*$ ,  $k_t^*$  y  $L_t^*$  son las tendencias de la productividad, capital humano y trabajo obtenidas mediante el filtro Hodrick-Prescott.

**Principales resultados**

Una mirada al crecimiento potencial revela que la expansión de la economía durante la época de boom no solo fue un fenómeno coyuntural o cíclico. La Tabla 1, que contiene la descomposición del crecimiento del PIB potencial entre los factores de producción y la productividad (controlando por capital humano), muestra el protagonismo que tuvieron todos los factores dentro del proceso de crecimiento acelerado de la economía de Paraguay entre 2002 y 2013.

Asimismo, este mismo enfoque muestra que detrás de la desaceleración tendencial de los años recientes (desde el 2013) no solo hay factores de corto plazo. Por ejemplo, se observa que hay un declive significativo del aporte de la productividad, lo que sugiere que detrás de esta tendencia del crecimiento hay factores estructurales que están moviendo la economía hacia ritmos de expansión más lentos de manera permanente (ver Tabla R.1.1).

Tabla R.1.1  
**PIB potencial (var. % anual, puntos porcentuales)**

|           | Crecimiento potencial | Contribución al crecimiento |     |     |     |
|-----------|-----------------------|-----------------------------|-----|-----|-----|
|           |                       | A                           | K   | h   | L   |
| 1994-2001 | 1,1                   | -1,8                        | 1,1 | 0,7 | 1,1 |
| 2002-2013 | 3,7                   | 0,1                         | 1,2 | 0,8 | 1,6 |
| 2014-2015 | 4,6                   | 1,1                         | 1,8 | 0,4 | 1,4 |
| 2016-2020 | 4,1                   | 0,5                         | 1,9 | 0,4 | 1,4 |

Donde, A: Productividad, K: Capital físico, h: Capital humano, L: Trabajo.  
Fuente: BCP, Banco Mundial y BBVA Research

Para los próximos años, y consistente con nuestras proyecciones macroeconómicas, se estima que tanto el aporte de la productividad como del empleo al crecimiento del PIB potencial se estancarán en los bajos niveles que se registran actualmente. Por su parte, el aporte del capital (vinculado a la inversión) aún daría soporte a la actividad global. En el Balance, y como resultado de estas tendencias proyectadas, se estima que el crecimiento sostenible de la economía de Paraguay declinará en los próximos años y se ubicará alrededor de 4,0% (ver Gráfico R.1.1).

Gráfico R.1.1  
**PIB potencial: aporte al crecimiento (puntos porcentuales)**



Fuente: BCP, Banco Mundial y BBVA Research

## Asegurar un ritmo de crecimiento más acelerado en el mediano plazo requerirá focalizar avances en competitividad y productividad

Según el Índice de Competitividad Global publicado por el World Economic Forum (WEF) 2015-2016, Paraguay se ubica en el puesto 118 de un total de 140 países. Un examen de los 12 factores comprendidos por el WEF demuestra que, relativo a la región, el país se encuentra rezagado en aspectos importantes como Infraestructura, Educación superior y capacitación e Innovación (ver Gráfico 3.6). Estos elementos afectan negativamente el crecimiento potencial de la economía paraguaya.

En infraestructura principalmente, distintos indicadores demuestran que Paraguay tiene un desarrollo aún por debajo de sus necesidades. De acuerdo al Banco Central<sup>9</sup>, de toda la extensión de la red vial, menos del 20% se encuentra pavimentada mientras que el 75% son caminos de tierra y enripiados. En el plano portuario, las falencias de la infraestructura se encuentran principalmente en la falta de dragado y balizamiento de los ríos que restringen la capacidad de carga de las embarcaciones e impiden la navegación en horario nocturno. En cuanto a la infraestructura eléctrica, si bien Paraguay es el líder en generación per cápita en América Latina, las mayores deficiencias están asociadas a las pérdidas durante los procesos de distribución y transmisión. Así, se estima una pérdida promedio de electricidad del 32%, muy superior lo registrado en Latinoamérica, 17%, y al 6% verificado en países de ingresos altos y que se utiliza como umbral de referencia (ver Gráfico 3.7).

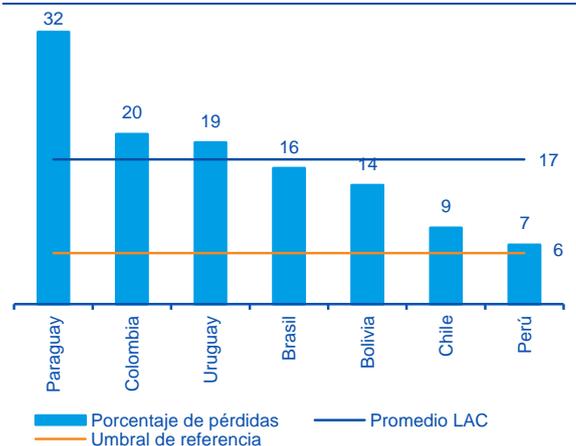
Con todo lo anterior, y aunque la estabilidad macroeconómica es un elemento diferenciador de la economía de Paraguay (según el WEF, el país posee un mejor entorno macroeconómico respecto al bloque Latinoamericano, ver Gráfico 3.6), es claro que para sostener un crecimiento económico en torno a 4,0% más allá del horizonte de proyección es fundamental la aplicación de medidas y/o reformas que permitan fortalecer la productividad y la competitividad del país.

Gráfico 3.6  
**Índice de Competitividad Global 2015-2016**  
(Índice entre 1 "peor" y 7 "mejor")



Fuente: World Economic Forum y BBVA Research

Gráfico 3.7  
**Pérdidas en la producción de energía eléctrica**  
(% del total, promedio 2007-2011)



Fuente: BCP y BBVA Research

En este contexto, los principales retos de mediano plazo deben estar focalizados en aplicar medidas de política que busquen: i) continuar recortando la brecha en infraestructura (ver Recuadro 2. La importancia del desarrollo de la infraestructura), ii) mejorar el clima de negocios y aumentar la competencia y, iii) reducir sobrecostos de la economía.

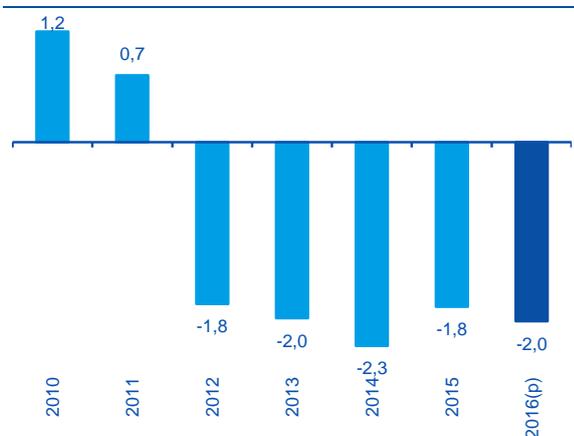
9: Banco Central de Paraguay (2016). "Paraguay: más allá de la estabilidad macroeconómica. Logros y desafíos".

## Cuentas fiscales continuarán registrando resultados deficitarios

Para el 2016, prevemos que el déficit fiscal se ubicará alrededor de 2,0% del PIB, en un contexto donde los ingresos fiscales serán más débiles debido a la desaceleración de actividades económicas relevantes tributariamente (sector servicios y reexportaciones) y la disminución de los precios de las materias primas. Asimismo, se registrará un mayor gasto de capital orientado a los proyectos de infraestructura priorizados por el gobierno. Si bien la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal (LTRF) fija un límite para el déficit fiscal en 1,5% del PIB, nuestra previsión asume que el gobierno, a pesar de hacer ajustes para mantener el déficit dentro de los límites contemplados en la ley, no cumplirá el tope establecido en el presente año. Hacia adelante estimamos una reducción paulatina del déficit de manera que se cumpla el tope de la Ley de Transparencia y Responsabilidad Fiscal, lo que ayudará a consolidar la credibilidad en la regla fiscal (ver Gráfico 3.8).

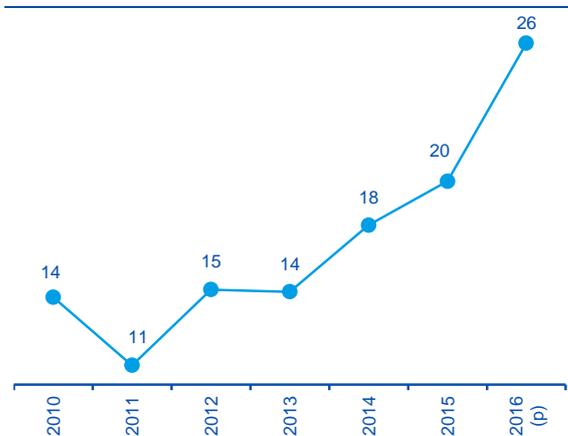
En el contexto de déficits fiscales en los últimos cuatro años, las necesidades de financiamiento externo han cobrado relevancia. Así, desde la entrada de Paraguay a los mercados financieros internacionales en 2013, se han realizado 4 emisiones de deuda pública por un monto total de USD 2 380 (9,1% del PIB). De esta manera, el saldo de la deuda pública bruta aumentó en torno a 9 pp del PIB entre 2013 y 2016. En el presente año, por su parte, se estima que la deuda bruta del sector público superará el 26% del PIB (ver Gráfico 3.9). Asimismo, según el FMI la deuda alcanzará niveles superiores a 28% del PIB a partir de 2018. Si bien este aumento del ratio de deuda pública sería rápido, no revela el inicio de una dinámica creciente que afecte la sostenibilidad de las finanzas públicas (en la medida que el gasto en infraestructura siga siendo la prioridad fundamental, especialmente la mejora de la distribución de electricidad y el transporte).

Gráfico 3.8  
**Resultado fiscal**  
(% del PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.9  
**Deuda Pública**  
(% del PIB)



Fuente: BCP, FMI y BBVA Research

Finalmente, cabe señalar que de acuerdo con un último reporte de Moody's, y considerando una combinación de baja deuda y menor uso de recursos para el pago de intereses, además de Chile, Paraguay es el único país en el bloque latinoamericano que tiene la capacidad de aumentar el gasto público sin generar un deterioro de la salud y sostenibilidad de sus cuentas fiscales.

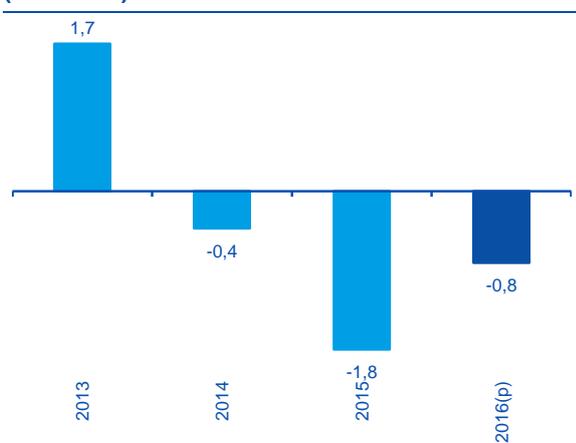
## Déficit externo se corregirá y será financiado, en gran parte, por capitales de largo plazo

Durante el primer trimestre, la balanza comercial registró superávit de USD 575 millones, en un contexto donde las importaciones (-21%) descendieron más que las exportaciones (-15%). En el caso de las importaciones, las que más cayeron fueron insumos (-27%) y bienes de capital (-19%), reflejo la debilidad de la demanda interna. Las exportaciones, por su parte, se contrajeron ante los menores envíos soja y derivados (-15%, en particular por precios) y carne (-15%), que en conjunto representan el 50% de las exportaciones totales.

En este escenario, nuestra proyección del déficit en cuenta corriente para 2016 es 0,8% del PIB, menor al registrado en el 2015 (1,8% del PIB, ver Gráfico 3.10). Este resultado se explica por un mayor superávit de la balanza comercial debido, principalmente, a menores importaciones en especial las de bienes de capital. Para el periodo 2017/20 nuestras previsiones consideran una reducción paulatina del déficit externo, ante la recuperación de las exportaciones de energía y la demanda de Brasil por productos de mayor valor agregado.

Respecto a las fuentes de financiamiento, para 2016 prevemos flujos inversión extranjera directa (IED) similares al año pasado (1,0% del PIB, ver Gráfico 3.11) y que permitirían más que financiar el déficit externo. En los próximos años, se estima que la IED hacia el país continúe favorecida por los proyectos de infraestructura que brindarían una oportunidad a la entrada de este tipo de capitales.

Gráfico 3.10  
**Balanza en cuenta corriente**  
(% del PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 3.11  
**Cuenta financiera**  
(% del PIB)



Fuente: BCP y BBVA Research

## Recuadro 2. La importancia del desarrollo de la infraestructura

### La infraestructura y el desarrollo económico

En la literatura económica, existe mucha evidencia que la provisión eficiente de los servicios de infraestructura es uno de los factores más importantes de las políticas de desarrollo debido a que impacta positivamente en la productividad de los demás factores de producción.

Así, numerosos trabajos han analizado la correlación entre inversión en infraestructura y crecimiento económico. Easterly y Rebelo (1993), utilizando datos de panel de 24 países, encuentran que el gasto en transporte y comunicaciones está positivamente correlacionado con el crecimiento económico<sup>10</sup>. En tanto, Calderón y Servén (2004), utilizando datos de 121 países, destacan que el nivel de infraestructura tiene un efecto importante y significativo sobre el crecimiento económico de largo plazo, con resultados robustos a cambios en las medidas de infraestructura y técnicas de estimación utilizadas. Asimismo, señalan que tanto la calidad como la cantidad de infraestructura contribuyen a menores niveles de desigualdad del ingreso<sup>11</sup>.

Perroti y Sánchez (2011), por su parte, muestran que los países latinoamericanos necesitaban invertir en infraestructura un promedio de 6,2% del PIB por año entre el 2012 y 2020 para cerrar la brecha entre oferta y demanda de infraestructura y así afrontar las necesidades de empresas y consumidores finales<sup>12</sup>.

Sin embargo, los datos de la región indican que, en los últimos años, los montos de inversión en infraestructura han quedado muy por debajo de los niveles considerados ideales para crecer rápido y de manera competitiva. De hecho, la falta de inversión en infraestructura es un común

denominador en toda la región. En 2012, el promedio regional para gastos en infraestructura fue 3,42% del PIB. En particular, Paraguay destinó solo 2,63% del PIB para mejorar su infraestructura, por debajo del promedio regional (ver Gráfico R.2.1).

Gráfico R.2.1  
LatAm: Inversión en infraestructura  
(% del PIB)



Fuente: Cepal, World Economic Forum y BBVA Research

### Indicadores internacionales sobre la infraestructura en Paraguay

Uno de los indicadores más difundidos es el Índice de Competitividad Global (ICG), que trata de medir el desempeño de los diferentes países en la tarea de garantizar las condiciones necesarias para un progreso económico sostenible. Los datos para el período 2015-2016 ubican a Paraguay en la posición 118 de 140 países evaluados (solo por encima de Venezuela y Haití en América Latina), y en lo que respecta a infraestructura se ubica en la misma posición. Esto último, evidencia que una de las principales debilidades de la competitividad del país sigue concentrada en la falta de cobertura de la infraestructura física. Al analizar los indicadores en forma individual, apreciamos que la calidad de rutas y la calidad de la infraestructura portuaria son los que dejan peor posicionado al país, en los puestos 138 y 110, respectivamente.

10 Easterly, W., Rebelo, S. (1993). Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics*, 32, 417-58.

11 Calderón, C., Servén, L. (2004). The Effects of Infrastructure Development on Growth and Income Distribution. Policy Research Working Paper N.º 3401.

12 Perroti, D. y Sánchez, R., (2011). La brecha de infraestructura en América Latina y el Caribe. Santiago de Chile. Serie 153.

En el mismo sentido, un estudio de USAID (2006) encuentra que los principales costos logísticos provienen de la falta de dragado y balizamiento de los ríos, la mala calidad de la infraestructura vial y los retrasos en el acceso a puertos<sup>13</sup>. Asimismo, cabe destacar que durante el período reciente no se observaron avances significativos en lo que respecta a la calidad de la infraestructura eléctrica (ver Gráfico R.2.2).

Gráfico R.2.2

**Índice de Competitividad Global, Pilar: Infraestructura (Índice entre 1 "peor" y 7 "mejor")**



Fuente: World Economic Forum y BBVA Research

Otro indicador que provee información acerca del estado de la infraestructura de una economía es el Índice de Desempeño Logístico del Banco Mundial, el cual evalúa la percepción de expertos con respecto a las condiciones de logística. De acuerdo a este indicador, la comparación con la media de la región, la evaluación sigue siendo bastante desfavorable para Paraguay (ver Tabla R.2.1).

Tabla R.2.1

**Paraguay: Índice de desempeño logístico (Índice)**

|  | Paraguay    |             | América del Sur |
|--|-------------|-------------|-----------------|
|  | 2007        | 2014        | 2014            |
| <b>Índice de desempeño logístico</b>   | <b>2,57</b> | <b>2,78</b> | <b>2,85</b>     |
| Eficiencia del proceso del despacho de aduana  | 2,2         | 2,49        | 2,56            |
| Calidad de la infraestructura relacionada con el comercio y el transporte            | 2,47        | 2,46        | 2,68            |
| Facilidad de acordar embarques a precios competitivos                                | 2,29        | 2,83        | 2,86            |
| Calidad de los servicios logísticos  | 2,63        | 2,76        | 2,81            |
| Capacidad de seguir y rastrear los envíos  | 2,67        | 2,89        | 2,91            |
| Costos logísticos domésticos   | 3,13        | n/d         | n/d             |
| Frecuencia con la cual los embarques llegan al consignatario en el tiempo programado | 3,23        | 3,22        | 3,25            |

Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Todos estos factores nos indican que Paraguay tiene mucho espacio para crecer en relación a la provisión y mejora de infraestructura económica (esto resulta atractivo considerando que la economía tiene bajos niveles de infraestructura, y por tanto una productividad marginal más alta).

Preveamos que en los próximos años el principal motor de crecimiento será la inversión, especialmente la construcción de infraestructura. Esto es importante porque genera importantes externalidades positivas y un impacto directo generalizado sobre los niveles de productividad. Ludeña y Ruiz Díaz (2008), por ejemplo, encuentran que en Paraguay una reducción de los costos de transporte en 54% contribuiría a un aumento de 0,24% en el PIB, al aumento de las exportaciones e importaciones (en 1,38% y 6,35%, respectivamente) y a una mejora de 3,88% en los términos de intercambio<sup>14</sup>.

Si bien, el gobierno Paraguayo ha venido desarrollando una serie de reformas destinadas a mejorar el clima de inversión y crear un mejor marco institucional para la participación del sector privado en la inversión (como la Ley de Asociaciones Público-Privadas, APP), hay desafíos cruciales hacia el futuro para reducir la brecha de infraestructura existente.

<sup>13</sup> Agencia de los Estados Unidos para el Desarrollo Internacional [USAID] (2006). Impacto del transporte y la logística en el comercio internacional del Paraguay. Documento preparado por CARANA Corporation, en colaboración con la Cámara Nacional de Comercio y Servicios de Paraguay (CNCSP).

<sup>14</sup> Ludeña, C., Ruiz Díaz, F. (2008). Sobrecostos de transporte: ¿maldición geográfica o falla de política de infraestructura? Una estimación para Paraguay desde un modelo de equilibrio general. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Empresariales, Universidad Católica del Uruguay.

## 4 Prevedemos una depreciación más contenida del Guaraní

Hasta mediados de febrero, el Guaraní se venía depreciando debido, principalmente, a la mayor volatilidad externa. En los dos últimos meses, por otro lado, ha mostrado una fuerte apreciación, al igual que otras monedas de la región, acorde a la valorización de todos los activos de emergentes y la relativa estabilidad del entorno internacional (no se han observado cambios significativos el panorama global y regional). De esta manera, el tipo de cambio promedio de cierre al mes de abril se ubicó en torno a los PYG/USD 5 540, cercano a los niveles registrados en septiembre del año previo (ver Gráfico 4.1).

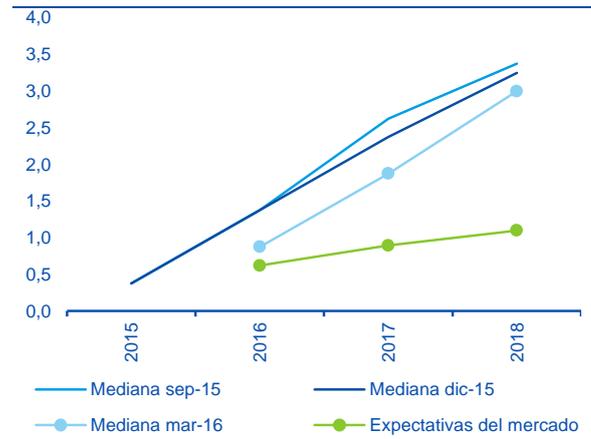
Prevedemos que la moneda vuelva a su senda depreciatoria debido, por un lado, a que estructuralmente los fundamentos de la economía paraguaya se han deteriorado (caída en los términos de intercambio y debilitamiento de la posición fiscal). Por otro lado, vemos en el corto plazo una sobre-reacción en los mercados globales (incluyendo el paraguayo) originado por el ajuste que tendrán los precios de los activos de países emergentes luego de la subida de la tasa de política de la FED (asumimos dos subidas de 25pb cada una), considerando que las expectativas del mercado lo asume como nulo (ver Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1  
**Tipo de Cambio Nominal (PYG por dólar)**



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.2  
**Tasa de interés FED\* (%)**



\*Las medianas se calculan con las proyecciones individuales de los participantes de la reunión de la FED. Las expectativas del mercado son del 10 de mayo de 2016.  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

En el balance, el Guaraní tiene una tendencia estructural a depreciarse. De esta manera, esperamos un recorrido adicional al alza de la moneda ubicándose alrededor de PYG 5 950 por USD hacia el cierre del año y más cerca de PYG 6 200 por USD a fines de 2017.

## 5 Inflación se mantendrá cercana al centro del rango meta del BCP

### Inflación se elevó por encima de 5% en primeros meses de año, pero ha empezado a ceder

En lo que va del año, la inflación interanual ha registrado incrementos significativos en comparación con las tasas ejecutadas durante el 2015 (durante los primeros meses del 2016 mostró crecimientos superiores a 5%). En general, está dinámica inflacionaria ha estado vinculada a los mayores precios de algunos alimentos, afectados por anomalías climatológicas (fenómeno El Niño). Asimismo, diversos servicios, como transporte y cuidado personal, mostraron alzas en sus precios y tuvieron una incidencia importante sobre la inflación total (ver Tabla 5.1).

Sin embargo, la evolución de la inflación viene mostrando una tendencia decreciente (en enero registró un máximo de 5,2%). Así, en abril los precios subieron 4,5% en términos interanuales (la menor tasa en lo que va del año). Esta evolución más favorable, ha estado vinculada a la caída en los precios de los servicios de transporte doméstico ante los menores costos de combustibles (en línea con la menor cotización internacional de petróleo), y a las menores presiones al alza sobre el tipo de cambio (menor ritmo de depreciación), que influenciaron bajas sobre los precios de bienes importados y sobre servicios que tienen precios denominados en dólares (ver Gráfico 5.1).

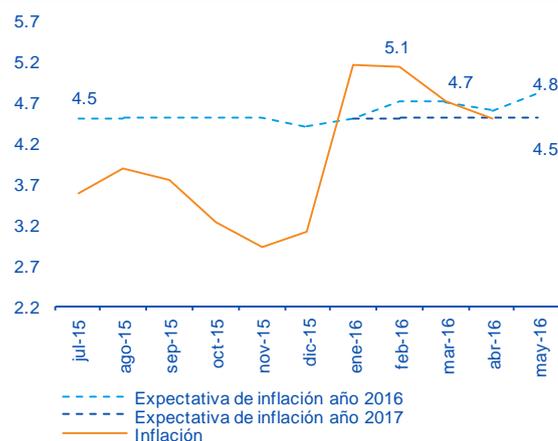
Cabe destacar que, en este contexto las expectativas inflacionarias se han mantenido dentro del rango meta del banco central (entre 2,5% y 6,5%). Para el año 2016, la expectativa de cierre para la inflación se mantiene cerca del centro del rango meta (4,5%); en tanto las de cierre para 2017 se mantienen en el centro de dicho rango (ver Gráfico 5.1).

Tabla 5.1  
**Inflación por principales grupos (var. % interanual)**

|                             | Pond.<br>2009=100 | ene-16     | feb-16     | mar-16     | abr-16     |
|-----------------------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Inflación</b>            | <b>100,0</b>      | <b>5,2</b> | <b>5,1</b> | <b>4,7</b> | <b>4,5</b> |
| Alimentación                | 32,0              | 6,4        | 5,7        | 5,6        | 5,5        |
| Transporte                  | 14,8              | 2,2        | 2,8        | 2,5        | 0,9        |
| Alojamiento y vivienda      | 8,9               | 3,2        | 3,4        | 3,2        | 3,1        |
| Muebles para el hogar       | 7,7               | 6,9        | 6,8        | 5,9        | 6,3        |
| Bienes y servicios diversos | 7,3               | 7,3        | 8,2        | 8,6        | 9,1        |
| Nota                        |                   |            |            |            |            |
| Inflación subyacente        | 94,5              | 3,7        | 3,8        | 3,8        | 3,5        |
| Inflación no subyacente     | 5,5               | 21,8       | 18,5       | 15,7       | 17,6       |

Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 5.1  
**Inflación y expectativas (%)**



Fuente: BCP y BBVA Research

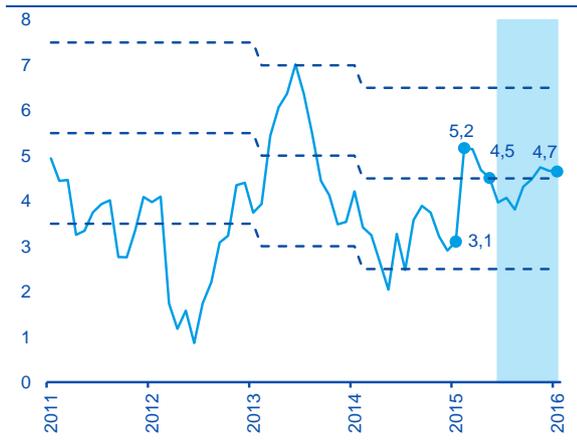
### En los próximos meses, la inflación se mantendrá cerca del centro del rango meta

A corto plazo, estimamos que la inflación se moderará algo más y hacia fines del segundo trimestre se ubicará por debajo de 4,5%, en un contexto en el que prevemos se registrará un descenso adicional en los precios de los alimentos y que las presiones sobre la moneda continuarán relativamente acotadas.

Sin embargo, durante la última parte de año la inflación registrará un leve recorrido al alza con lo que cerrará el 2016 en torno a 4,7% (ver Gráfico 5.2). Esta previsión considera el regreso de la moneda a una senda depreciatoria (como se mencionó en la sección anterior) y una mayor ejecución del precio internacional del petróleo (ver Gráfico 5.3). Cabe indicar que, durante el 4T2015 se observaría un efecto estadístico al alza sobre la inflación ante la baja base de comparación en algunos productos como los precios de los alimentos (a fines del 2015 se registraron factores de oferta puntuales que incidieron a la baja sobre estos precios).

Para el 2017, proyectamos que la inflación se mantendrá alrededor del centro de la meta, en un escenario donde las expectativas continuarán alineadas y de menores presiones inflacionarias. Esto será compensado, en parte, por una recuperación del precio del petróleo, a fin de periodo, en torno a 30%, lo que tendrá un impacto sensible sobre la inflación (ver Gráfico 5.3).

Gráfico 5.2  
**Inflación (%)**



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 5.3  
**Cotización internacional del petróleo (USD/bar)**



Fuente: BCP y BBVA Research

## 6 Banco Central flexibiliza posición de la política monetaria y en lo que resta del año, prevemos pausa

El Directorio del Banco Central de Paraguay (BCP) decidió en mayo reducir la tasa de interés de política monetaria en 25 puntos básicos (pbs), a 5,75%, algo que sorprendió al mercado (ver Gráfico 6.1). Del comunicado que acompañó a la decisión se desprende que la razón principal para hacerlo fue la mejora del panorama inflacionario y la ralentización de ciertos sectores de la economía. En este contexto, el BCP considera adoptar de manera oportuna un perfil de política monetaria más acomodaticio.

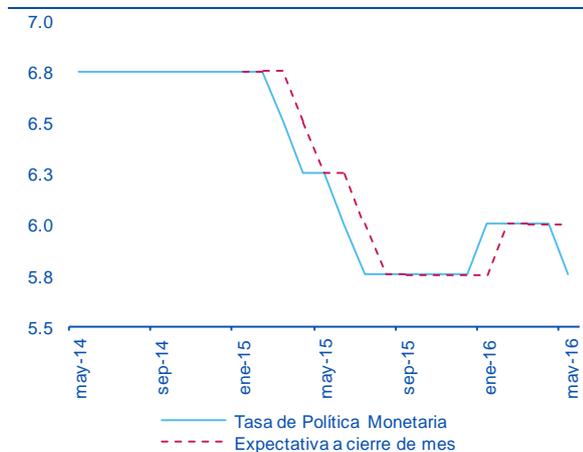
¿Por qué nos sorprendió esta decisión? Dos elementos sugerían la necesidad de un estímulo de demanda adicional y que había espacio por el lado de precios para hacerlo. En marzo la actividad económica, medida a través del IMAEP, se contrajo -0,2%. El conjunto de sectores que responde a elementos de oferta, como producción de energía eléctrica (binacionales) y agricultura, mantuvo un resultado positivo. Sin embargo, el IMAEP que excluye a la agricultura y las binacionales, que refleja mejor el comportamiento de las actividades más vinculadas a la demanda interna como comercio e industria, cayó -1,9%. De esta manera, como se mencionó previamente, en los primeros tres meses la expansión de la actividad fue solo de 1,3%. A esto se sumó un panorama inflacionario más benigno, reflejo de la caída de los precios de los servicios de transporte doméstico ante los menores costos de los combustibles, y las menores presiones al alza sobre el tipo de cambio. Este contexto, sin embargo, no se presentaba muy diferente al que enfrentó el BCP en los meses anteriores (el IMAEP sin agricultura ni binacionales se encuentra relativamente estancado desde julio 2015), oportunidades en las que sin embargo no rebajó la tasa.

¿Qué es lo que llevó al BCP a inclinarse por el recorte? En nuestra opinión, en el balance, el BCP está mostrando una mayor preocupación por el deterioro de la actividad económica. Como señala explícitamente el comunicado, la entidad estima que la inflación continuaría desacelerándose en el margen en los próximos meses y 'la actividad económica continúa con un moderado ritmo de expansión'.

¿Qué prevemos hacia adelante? Nuestro escenario central considera que la actividad empezará un proceso de recuperación a partir del segundo trimestre, lo que junto a la mayor valoración del BCP el desempeño local, refuerza la pausa monetaria. Además, recientemente se ha incrementado la probabilidad de ocurrencia de un escenario en el que se da algún ajuste de la tasa de la FED. Este escenario traería consigo episodios de volatilidad cambiaria, menores precios de las materias primas, e impactos en el apetito por riesgo de los inversionistas. Este contexto reduce la ventana de oportunidad para que el BCP reduzca nuevamente su tasa de referencia. Finalmente, si bien estimamos que durante los próximos meses habrá una reducción de la inflación en términos interanuales, durante la última parte del año la inflación registrará un recorrido al alza. De esta manera, mantenemos la visión de que en lo que resta del 2016 no habrá cambios en la tasa de interés de referencia (ver Gráfico 6.2).

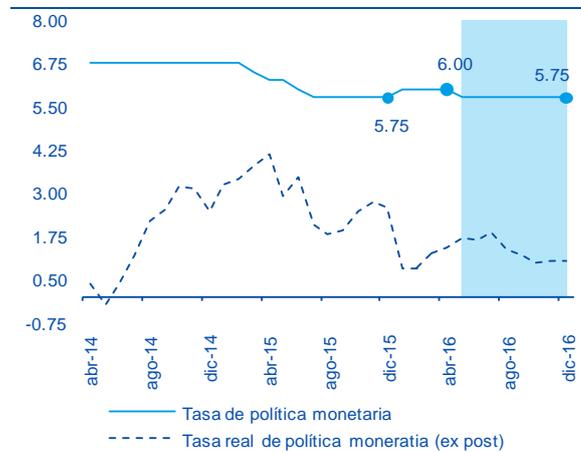
Para 2017, nuestra previsión espera que el Banco Central realice un alza de 25pbs y la tasa cerraría el año en 6%. Esto considera que las expectativas permanecerán ancladas en 4,5% a pesar de la perspectiva de ajuste de la tasa de la FED y su efecto sobre el tipo de cambio se mantiene controlado. Hacia adelante, esperamos un aumento gradual de la tasa de política monetaria, en línea con un crecimiento al potencial.

**Gráfico 6.1**  
**Tasa de interés de referencia y expectativas (%)**



Fuente: BCP y BBVA Research

**Gráfico 6.2**  
**Tasa de interés de referencia (%)**



\* Excluyen inventarios. Fuente: BCP y BBVA Research

## 7 El balance de riesgos sobre nuestras proyecciones de crecimiento 2016-2017 está sesgado a la baja

---

Trayectorias diferentes a las asumidas en el escenario base para diversas variables claves pueden desviar nuestras previsiones de crecimiento. En esta ocasión, hemos considerado que las principales fuentes de desvío a la baja son un menor crecimiento global (especialmente en Brasil y China) y mayores retrasos en proyectos de infraestructura.

### Una recesión más intensa y prolongada de Brasil afectaría sensiblemente el crecimiento de Paraguay

El principal riesgo a la baja sobre la proyección de PIB es un mayor deterioro que el anticipado de la economía brasileña. Brasil es el principal mercado para las exportaciones paraguayas con alrededor de 30% de las exportaciones registradas (esta participación se incrementa sustancialmente si se incluyen las reexportaciones). Según nuestras estimaciones, un descenso de un punto porcentual del crecimiento del PIB de Brasil debido a elementos idiosincráticos (luego de controlar por factores globales) provoca una disminución de entre cuatro y cinco décimas de punto porcentual del crecimiento del PIB.

### Un menor crecimiento de China es otro factor de riesgo a la baja

Nuestro escenario base considera que el proceso de moderación del crecimiento en China hacia niveles sostenibles, así como el rebalanceo entre sus motores de crecimiento por el lado de la demanda (menor inversión versus más consumo), será gradual y ordenado. No obstante, si los estímulos monetarios, fiscales y crediticios que se vienen dando resultan excesivos, las fragilidades financieras que se han evidenciado en China podrían exacerbarse, con lo que su crecimiento sería menor. En este contexto, un crecimiento más bajo de China incidiría negativamente sobre la economía paraguaya a través de una vía directa, reflejo de caídas más pronunciadas y persistentes de los precios de las materias primas que exporta (principalmente soja), y una indirecta, por una demanda externa más débil en Brasil, que fuertemente expuesto a los choques en China.

### Por el lado local, mayores retrasos en proyectos de infraestructura incidiría negativamente en la previsión de crecimiento económico

Entre los factores locales que desviarían a la baja previsión de crecimiento tenemos una ejecución más lenta de los proyectos de infraestructura que se tienen en cartera. Esto se reflejaría, por el lado sectorial, en un avance más lento de la Construcción, y por el lado del gasto, en una desaceleración más marcada de la inversión.

## 8 Tablas

Tabla 8.1

**Previsiones macroeconómicas**

|                               | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB (% a/a)                   | -1,2  | 14,0  | 4,7   | 3,0   | 3,1   | 3,1   |
| Inflación (% a/a, fdp)        | 4,0   | 3,7   | 4,2   | 3,1   | 4,7   | 4,5   |
| Tipo de cambio (vs. USD, fdp) | 4 276 | 4 603 | 4 669 | 5 768 | 5 950 | 6 200 |
| Tasas de interés (% fdp)      | 5,50  | 6,00  | 6,75  | 5,75  | 5,75  | 6,00  |
| Consumo Privado (% a/a)       | 2,8   | 4,6   | 3,7   | 2,4   | 2,7   | 3,2   |
| Consumo Público (% a/a)       | 21,0  | 3,5   | 4,2   | 6,2   | 3,0   | 3,0   |
| Inversión (% a/a)             | -13,5 | 20,2  | 11,0  | 1,5   | 4,5   | 5,5   |
| Resultado Fiscal (% PIB)      | -1,8  | -2,0  | -2,3  | -1,8  | -2,0  | -1,8  |
| Cuenta Corriente (% PIB)      | -2,0  | 1,7   | -0,4  | -1,8  | -0,8  | -0,9  |

Fuente: BCP y BBVA Research Perú

Tabla 8.2

**Previsiones macroeconómicas**

|              | PIB<br>(% a/a) | Inflación<br>(% a/a, fdp) | Tipo de cambio<br>(vs. USD, fdp) | Tasa de Interés<br>(%, fdp) |
|--------------|----------------|---------------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| T1 14        | 3,7            | 6,1                       | 4 490                            | 6,75                        |
| T2 14        | 3,0            | 6,4                       | 4 434                            | 6,75                        |
| T3 14        | 5,1            | 4,1                       | 4 500                            | 6,75                        |
| T4 14        | 6,9            | 4,2                       | 4 669                            | 6,75                        |
| T1 15        | 6,0            | 2,6                       | 4 799                            | 6,50                        |
| T2 15        | 2,6            | 2,5                       | 5 144                            | 6,00                        |
| T3 15        | 2,3            | 3,7                       | 5 591                            | 5,75                        |
| T4 15        | 1,1            | 3,1                       | 5 768                            | 5,75                        |
| <b>T1 16</b> | 1,0            | 4,7                       | 5 582                            | 6,00                        |
| <b>T2 16</b> | 4,7            | 3,8                       | 5 793                            | 5,75                        |
| <b>T3 16</b> | 3,8            | 4,6                       | 5 836                            | 5,75                        |
| <b>T4 16</b> | 3,0            | 4,7                       | 5 950                            | 5,75                        |
| <b>T1 17</b> | 3,8            | 4,0                       | 5 887                            | 6,00                        |
| <b>T2 17</b> | 2,8            | 4,3                       | 6 120                            | 6,00                        |
| <b>T3 17</b> | 3,2            | 4,4                       | 6 166                            | 6,00                        |
| <b>T4 17</b> | 2,8            | 4,5                       | 6 200                            | 6,00                        |

Fuente: BCP y BBVA Research Perú

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Perú

**Economista Jefe de Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com  
+51 1 2112042

Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

Yalina Crispin  
Yalina.crispin@bbva.com

Vanessa Belapatiño  
Vanessa.belapatiño@bbva.com

Ismael Mendoza  
Ismael.mendoza@bbva.com

Marlon Broncano  
Marlon.broncano@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Área de 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@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

*Análisis Transversal de Economías Emergentes*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Asia*

Le Xia  
le.xia@bbva.com

*México*

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

*Turquía*

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

*Coordinación LATAM*

Juan Manuel 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*

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

**Área de 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

*Regulación Digital*

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Áreas Globales**

*Escenarios Económicos*

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

*Escenarios Financieros*

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

*Innovación y Procesos*

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

### Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Perú**

Av. República de Panamá 3055  
San Isidro  
Lima 27 - Peru  
Tel: + 51 1 2112042  
E-mail: bbvaresearch\_peru@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)