

Situación Paraguay

Primer Semestre 2013
Análisis Económico

- **El crecimiento global se mantiene robusto, aunque aumenta la dispersión entre áreas geográficas**, especialmente en las economías desarrolladas.
- **Paraguay crecerá un 10.4% en 2013, impulsado por la recuperación del sector agropecuario**. Tanto la demanda interna como la externa retomarán su dinamismo.
- **Sorpresas a la baja en inflación conllevan a un escenario de estabilidad de tasas durante el 2013**. Efectos base en 2014 justificarían un alza.
- **Paraguay necesita impulsar una serie de reformas para aumentar su potencial**. Con una buena planificación estratégica, Paraguay puede dar el salto de calidad necesario para avanzar hacia el desarrollo.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Un escenario global más heterogéneo.....	3
3. Paraguay: a galope en 2013.....	5
Recuadro 1. La crisis de la fiebre aftosa	9
Recuadro 2. Tipo de cambio e intervenciones	12
4. El desafío de aumentar el potencial.....	13
5. Tablas	17

Fecha de cierre: 17 de mayo de 2013

1. Resumen

El crecimiento global se mantiene robusto, pero con unas perspectivas más heterogéneas para las principales economías. Esta mayor dispersión de las tasas de crecimiento se extenderá también dentro de las economías desarrolladas, donde la recuperación en Europa se retrasa, frente a la resistencia mostrada por EEUU al ajuste fiscal en marcha. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. De este modo, estimamos que el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima sobre el crecimiento estimado para 2012. En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

Paraguay tendrá un fuerte repunte en 2013, alcanzando un crecimiento de un 10.4%. El fin de la crisis agropecuaria del 2012 marcada por la sequía y el brote de fiebre aftosa no sólo implicará la recuperación de dicho sector, sino que también tendrá efectos multiplicadores positivos en la economía. En 2014, de no mediar otro evento de gran impacto, comenzará una suave tendencia al potencial.

El consumo privado y, por sobre todo la inversión se acelerarán, impulsando la demanda interna. A esto se sumará el consumo de gobierno que se mantendrá a niveles cercanos a los del año previo. Queda sin embargo un dejo de preocupación respecto a la pertinencia de mantener un gasto fiscal elevado en un año de alto crecimiento, y, por sobre todo, respecto al crecimiento acelerado de los gastos corrientes, los que, de mantener su actual ritmo, podrían superar a los ingresos del estado en los próximos años.

Las exportaciones se beneficiarán de la cosecha récord de soja y la recuperación de los mercados de carne. Los mayores ingresos así recibidos compensarían el aumento de las importaciones impulsados por la recuperación de la demanda interna, para terminar con un superávit de cuenta corriente.

Resultados inflacionarios sorpresivamente bajos alteran el escenario previsto anteriormente. La inflación se ubica actualmente debajo del piso de la banda objetivo del BCP, por lo que, de no mediar una serie de sorpresas al alza (algo que dada la naturaleza volátil de la inflación paraguaya no se descarta totalmente), se terminará el año con una inflación bajo el 5%. Esto también nos lleva a esperar una mantención de tasas en los niveles actuales durante el 2013. Efectos base en 2014 aumentarían la inflación y apoyarían un alza de tasas.

Pese a contar con ciertas ventajas competitivas, Paraguay se encuentra muy por debajo de los estándares no sólo mundiales, sino incluso latinoamericanos y, por tanto, necesita impulsar reformas que lo lleven a aumentar su potencial. Urgen mejoras en infraestructura e instituciones, mientras que la educación e innovación pueden ser observadas como objetivos estratégicos de mediano plazo. Teniendo una buena planificación, el país puede ciertamente avanzar camino al desarrollo.

2. Un escenario global más heterogéneo

El crecimiento global se sigue recuperando gradualmente, pero unas perspectivas más dispares para las principales economías frenan la intensidad de la mejora del PIB en 2013 y 2014. El crecimiento trimestral del PIB mundial, estimado por BBVA Research en el 0,7% a inicios de 2013, habría superado ligeramente el 0,6% del último trimestre de 2012, pero los indicadores disponibles apuntan a una creciente dispersión de la actividad especialmente dentro de las economías más desarrolladas, donde la zona euro vuelve a quedarse rezagada frente a EE.UU. e incluso Japón. A su vez, las economías emergentes seguirán liderando el crecimiento mundial. Con todo, se estima que el ritmo de la expansión global en 2013 será del 3,3%, sólo una décima

sobre el crecimiento estimado para 2012 (Gráfico 1). En 2014 se alcanzarían tasas cercanas al 4% si bien los riesgos siguen estando sesgados a la baja.

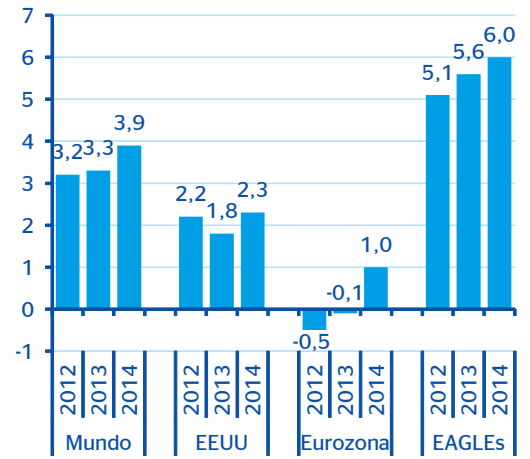
En el área del euro la recuperación se retrasa a 2014 a pesar del papel del BCE como cortafuegos de las tensiones financieras ayudado por el impulso dado a la unión bancaria. Ha sorprendido positivamente la efectividad del BCE como garante del euro ante choques como el desordenado rescate a Chipre, la situación política en Italia o el dictamen del tribunal constitucional portugués. Esto se ha reflejado en una escasa respuesta de los mercados y de las tensiones financieras ante estos eventos (Gráfico 2). Por el lado negativo, los indicadores de coyuntura muestran la generalización de la debilidad cíclica más allá de la periferia europea, lo que justifica la reciente bajada de tipos de interés del BCE. Es esta una medida positiva, aunque difícilmente reducirá por sí sola una fragmentación financiera que ya impacta menos a emisores soberanos o incluso a grandes corporativos, pero que sigue afectando a hogares y empresas por el desigual funcionamiento del canal bancario. Las condiciones de oferta de crédito bancario en el conjunto del área siguen tensionándose al tiempo que en países periféricos sigue cayendo la demanda de crédito. Se necesita algo más que la ampliación de la línea de liquidez a los bancos al menos hasta mediados de 2014, y deberían concretarse las medidas en estudio para dinamizar la financiación empresarial, con la participación de instituciones como el Banco Europeo de Inversión.

En este contexto, nuestro escenario contempla una revisión a la baja del crecimiento en la Eurozona. Estimamos una caída del PIB en 2013 de -0,1% y un aumento del 1% en 2014, cuatro y tres décimas menos, respectivamente, de lo pronosticado en nuestra publicación de enero. Los riesgos, en todo caso, siguen sesgados a la baja, siendo clave que Alemania no se mantenga como la única fuente de crecimiento del área gracias a su fácil acceso a la financiación, elevada competitividad y mayor exposición a las fuentes de demanda global con mejor comportamiento.

Una consecuencia adicional del debilitamiento del ciclo europeo es el creciente debate sobre el grado apropiado de consolidación fiscal, aquel que logre una senda creíble de caída de déficit sin un deterioro tal del crecimiento en el corto plazo que haga vano el esfuerzo de ajuste. El apoyo de la Comisión Europea al retraso de los objetivos del déficit público en algunos países europeos va en la línea de primar calidad y composición del ajuste fiscal y enfatizar las reformas estructurales sobre los objetivos de corto plazo. ¿Qué falla en Europa? Un avance más decidido hacia la unión bancaria, llevar el debate de los objetivos de déficit a medidas estructurales y un compromiso más firme con las reformas en los países de la periferia.

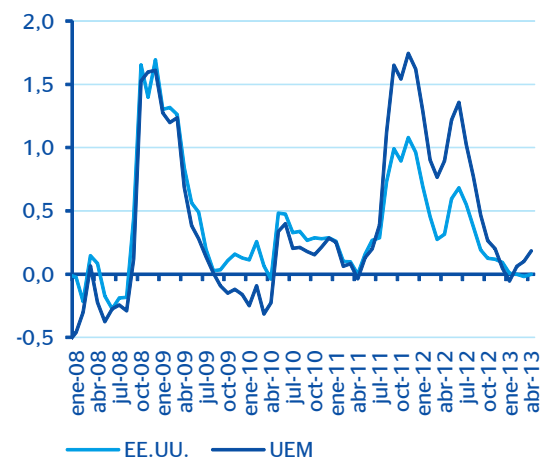
En EEUU, la fortaleza de la demanda privada frente al freno del ajuste fiscal sostiene sus perspectivas de crecimiento. La incertidumbre sobre la política fiscal a corto plazo ha disminuido respecto a escenarios que incluían el cierre de oficinas del gobierno (si bien no se han tomado todavía medidas creíbles de consolidación fiscal a largo plazo). La eliminación de algunas rebajas tributarias y la entrada en vigor de recortes de gasto no han disparado las alarmas en los mercados financieros (Gráfico 2), ni parecen haber supuesto finalmente un freno de consideración del gasto privado gracias a una expansión monetaria que mantiene unas condiciones de financiación muy favorables y contribuye a la mejora del ingreso y de la riqueza. Así, resulta razonable mantener las perspectivas de crecimiento de 2013 en el 1,8% a pesar de la sorpresa bajista de la demanda pública en el PIB de los últimos dos trimestres.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB



EAGLEs es el grupo de países emergentes que más contribuirán al crecimiento en los próximos 10 años. Los países EAGLEs son China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Corea, Turquía, México y Taiwán.
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Índice BBVA de Tensiones Financieras



Fuente: BBVA Research

La economía de China pierde fuerza en el primer trimestre de 2013 con la sorpresa negativa de una débil inversión, a pesar de la mayor fortaleza de la demanda externa y de que el crecimiento se mantiene en línea con el objetivo del gobierno del 7,5% para 2013. Así, las medidas puestas en marcha para acotar la fragilidad financiera doméstica parecen haber contribuido a la desaceleración. No obstante, el cambio en el modelo de crecimiento hacia un mayor peso del consumo continúa. Con inflación también más baja de lo previsto, se ha reducido la presión para endurecer las condiciones monetarias, por lo que las autoridades tienen margen de maniobra dado su compromiso con un crecimiento sostenible para lograr el objetivo de crecimiento anunciado. Por ello, nuestro escenario de crecimiento en China se mantiene inalterado en el 8% para 2013 y 2014.

El sostenimiento en el tiempo de la expansión monetaria, a la que se ha unido el banco central de Japón, supone desafíos. El objetivo de que los inversores se desplacen buscando rentabilidad hacia activos de mayor riesgo puede llegar a favorecer en algunos mercados valoraciones alejadas de sus fundamentos de largo plazo, lo que puede suponer ajustes desordenados al ir retirando estímulos. Este riesgo crece dada la falta de coordinación entre los bancos centrales con políticas de expansión cuantitativa, atentos, cada uno de ellos, a sus respectivos objetivos domésticos de inflación anclada y crecimiento sostenible. En el caso de las economías emergentes, aunque por ahora están soportando bien las fuertes entradas de flujos, resulta esencial mantener la vigilancia sobre los excesos domésticos que pueden generar.

3. Paraguay: a galope en 2013

Volverse al crecimiento

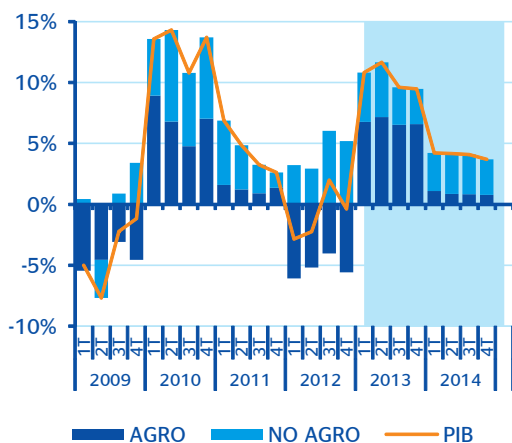
En línea con lo que esperábamos, Paraguay se contrajo un 0.9% en 2012 (última previsión BBVA -1%), marcado por dos grandes hitos: las consecuencias del brote de fiebre aftosa de septiembre del 2011 y la fuerte sequía que minó la producción de soja, el principal producto de exportación del país. El primero tuvo su mayor efecto en el primer semestre, mientras que el segundo se mantuvo presente durante todo el año. Así, mientras el PIB silvopecuario tuvo una

expansión al cierre del año de un 7%, el PIB agrícola cayó fuertemente, con una contracción de un 28%, aún mayor a la sufrida en la previa sequía del año 2009 (-25%).

El resto de sectores de la economía mostró un leve dinamismo. Dos sectores mostraron un crecimiento mayor al año 2011, industria, que se benefició también de un efecto base debido a la contracción previa, y servicios, con una saludable expansión de un 6.3%. En suma, el PIB no agrícola presentó una expansión de un 5.4% en 2012.

Gráfico 3

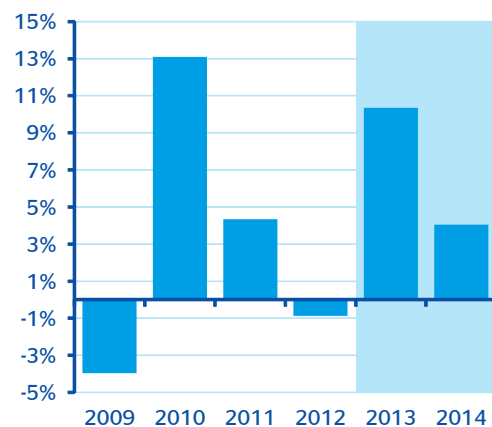
Contribución del sector agrícola y no agrícola al crecimiento del PIB (pp)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 4

Crecimiento del PIB (% a/a)



Fuente: BCP y BBVA Research

Para este año, la normalización en las condiciones meteorológicas impulsará la producción de soja a niveles récord. Esperamos así que el PIB agrícola muestre un crecimiento cercano a un 50% con respecto al año pasado, algo similar a lo ocurrido el año 2010, lo que explicará alrededor de dos tercios del crecimiento total esperado para el 2013. El resto de los sectores de la economía moderará levemente su dinamismo, pero aún se mantendrá por sobre el PIB potencial. Así, esperamos que Paraguay crezca un 10.4% en 2013.

Para el 2014, de no mediar una sequía, el crecimiento volvería a ocupar su tendencia de suave convergencia al potencial. Tanto el PIB agrícola como el del resto de sectores tendrían un dinamismo en torno a dichos niveles, para cerrar el año con un crecimiento de un 4%.

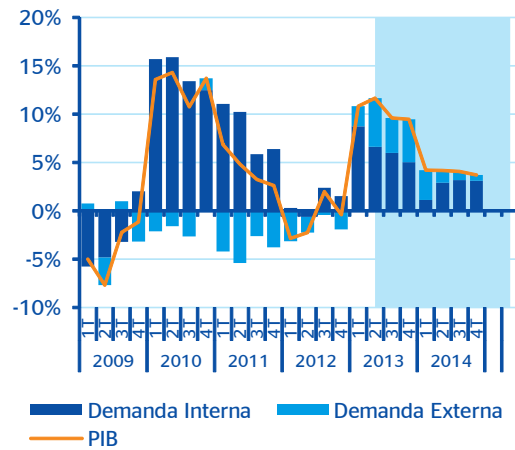
Recuperación del dinamismo interno

Si la caída del 2012 no fue mayor, fue en gran parte debido a la demanda interna. Contrariamente a lo ocurrido en 2009, el consumo privado no cayó, sino que tuvo una mínima expansión de (0.62%). La caída en la inversión también fue mucho más acotada, -6.4%, cerca de la mitad de la caída en la previa sequía. Aún así, la gran diferencia provino por parte del gasto de gobierno.

Luego de la crisis política que terminó con la destitución de Lugo, el gobierno de transición de Federico Franco impulsó un importante plan de estímulo fiscal con dos objetivos: uno, actuar como medida contracíclica ante la sequía, y dos, dar un primer impulso en infraestructura con el objetivo de aumentar el potencial productivo del Paraguay. Así, y tal como lo vemos en el gráfico 5, el gasto de gobierno, y por ende, la demanda interna, aumentó de manera importante su contribución al crecimiento durante el segundo semestre en comparación al primer semestre.

Gráfico 5

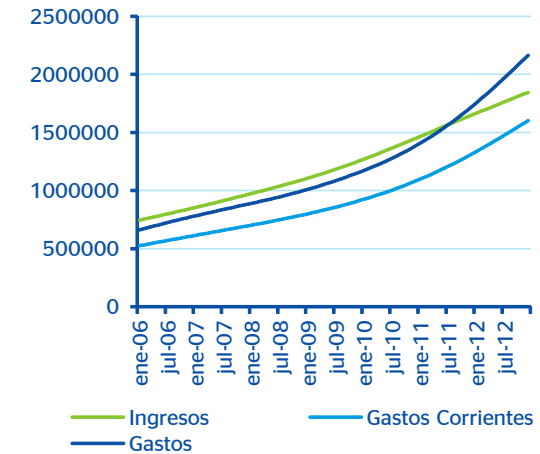
Contribución de la demanda interna y externa al crecimiento del PIB (pp)



Fuente: BCP y BBVA Research

Gráfico 6

Ingresos y gastos de gobierno de tendencia



Fuente: BBVA Research

La normalización de la economía hará que el consumo privado, y, por sobre todo la inversión, aumenten su dinamismo de manera importante. El gasto de gobierno se mantendrá en niveles similares a los del 2012, debido a que el plan de inversiones aún sigue en marcha. Así, en suma, la demanda interna crecerá un 6.5% en 2013. El 2014 se moderará al igual que el resto de la economía, creciendo un 2.6%, cifra aparentemente baja debido más que nada a un efecto base, lo que finalmente, en 2013 y 2014 implica un crecimiento promedio de 4.6%, aún por sobre el potencial.

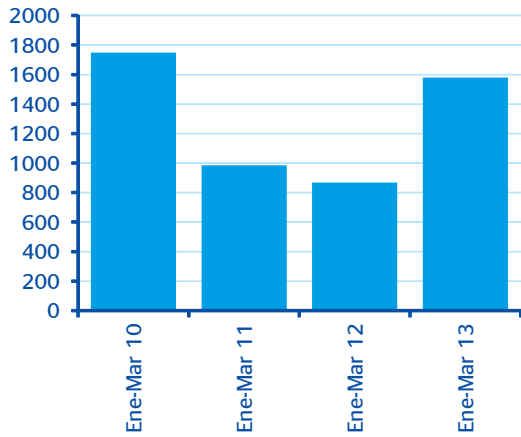
Queda sin embargo una nota de preocupación. El gasto de gobierno en el año 2012 fue superior a los ingresos por primera vez desde el año 2003, acabando con un largo ciclo de superávit fiscal. Esto tiene sentido considerando que el 2012 fue un año de sequía que ameritaba un impulso fiscal que contrarrestara la caída del sector agrícola. No obstante, gran parte del aumento del gasto se debió también a un incremento considerable en gastos corrientes (24% a/a), los que no tienen una lógica contracíclica y son prácticamente imposibles de disminuir a futuro. Como podemos observar en el gráfico 6, que muestra datos de ingreso y gastos de gobierno de tendencia (esto es, sin el componente cíclico ni shocks), los gastos de tendencia ya sobrepasaron los ingresos de tendencia, y, lo más preocupante aún, los gastos corrientes, de seguir su ritmo acelerado de crecimiento, superarán dentro de poco a los ingresos totales del fisco, provocándose un déficit estructural del que será muy difícil salir. Es por tanto importante dar la señal de alerta para que las autoridades moderen el ritmo de crecimiento del gasto corriente para así poner en apuros la sostenibilidad fiscal.

La súper zafra sojera impulsará las exportaciones

Como ya hemos mencionado, la producción de soja de este año será récord en Paraguay. De hecho, ya podemos ver las primeras señales de esto durante el primer trimestre del año (gráfico 7). Esto impulsará fuertemente las exportaciones, las que alcanzaran niveles por sobre las del 2011, año que sostiene el récord anterior. En términos anuales, esperamos una expansión con respecto al 2012 de 13.5%.

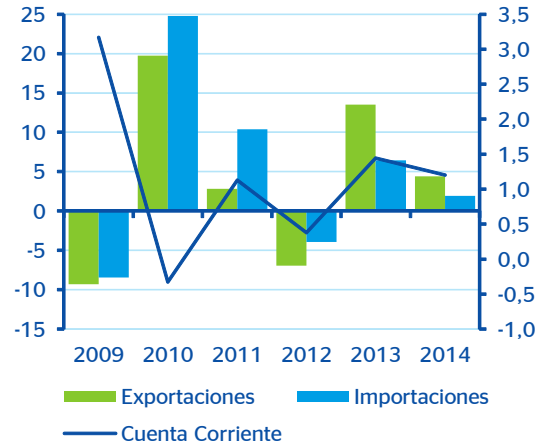
La recuperación de la demanda interna también tendrá un efecto en las importaciones, que debieran aumentar en línea con ella, esperamos, alcanzando un 6.4% de crecimiento. En todo caso, no se alcanzarán los niveles de crecimiento de exportaciones e importaciones del 2010, puesto que la caída provocada por la sequía del 2012 fue mucho menor a la del 2009, lo que da un efecto base de bastante menor magnitud (-6.9 vs -9.3 en exportaciones y -3.5 vs -8.5 en importaciones, respectivamente).

Gráfico 7
Exportaciones de soja (miles de toneladas)



Fuente: Banco Central de Paraguay

Gráfico 8
Exportaciones e importaciones (Izqda.) y cuenta corriente (Dcha. % a/a)



Fuente: BCP y BBVA Research

Para el 2014, de la misma manera, veremos una moderación, en línea con la tendencia al potencial, principalmente en exportaciones. Las cifras de crecimiento de las importaciones también sufrirán con los efectos base provenientes del 2013, de manera que el crecimiento promedio en 2013 y 2014 esperamos sea de 4.2%, siguiendo lo previsto con la demanda interna.

El hecho de que las exportaciones crecerán más que las importaciones llevará a un superávit de cuenta corriente de 1.4% en 2013, lo que irá disminuyendo suavemente desde un 1.2% en 2014 a un 1% en el mediano plazo. Esto siempre considerando que los niveles de precios de la soja se mantengan en niveles tendiendo a los 450 dólares por tonelada.

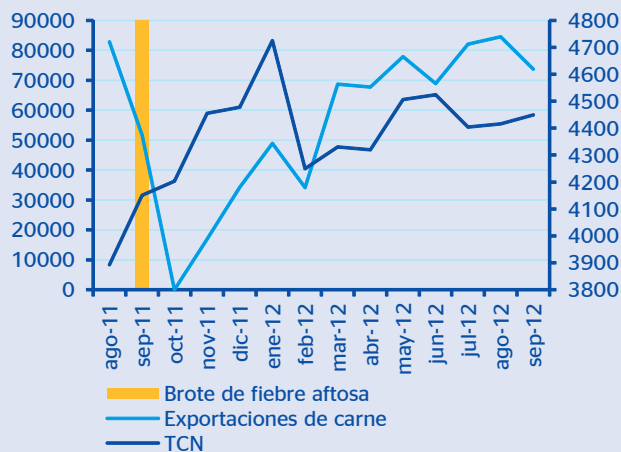
Recuadro 1. La crisis de la fiebre aftosa

En Septiembre del 2011, un brote de fiebre aftosa dio comienzo a un período que tuvo serias consecuencias en la economía de Paraguay. A causa del brote, ya en Octubre del 2011 no se registraron exportaciones de carne, producto que en los meses previos al brote significaban el 12% de los ingresos por exportaciones, ocupando el tercer lugar de importancia luego de la soja y la energía eléctrica. Esto provocó que, en el agregado, las exportaciones del cuarto trimestre de dicho año se contrajeran un 3% con respecto al 2011, dando de por sí un inicio anticipado al período de crisis agropecuaria que se acentuó el 2012 con la sequía que minó la producción de soja.

¿Qué tan grande fue el impacto de la crisis de la fiebre aftosa en la economía? Ciertamente es algo difícil de

dimensionar, pues no sólo se debe considerar la pérdida de ingresos por las exportaciones, sino también los gastos en que se debió incurrir para el tratamiento y, por cierto, los efectos multiplicadores que se dan en la economía, siempre difíciles de cuantificar. Entre estos tenemos, por ejemplo, la caída de los precios internos de la carne, a causa de que parte de la producción bovina, al estar cerrados muchos de los mercados internacionales, debió ser vendida dentro de Paraguay, generándose un shock de oferta local. También, por cierto, el menor ingreso de divisas dio comienzo a una escalada del dólar, que luego de cerrar en 3893 guaraníes en Agosto del 2011, inició un ciclo al alza que lo llevó a cerrar en 4725 guaraníes en Enero, una vez sumado también el efecto de la sequía.

Gráfico 9
Exportaciones de carne (miles de USD, Izqda.) y tipo de cambio (PYG/USD, Dcha.)

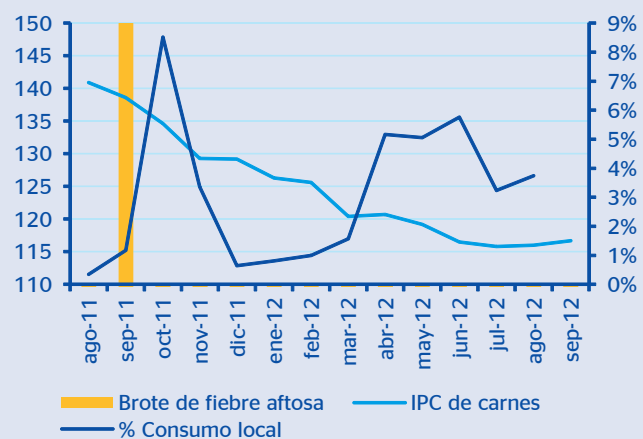


Fuente: Haver Analytics

Sin embargo, resulta también interesante el analizar cómo se enfrentó la crisis, los ajustes que se realizaron y significaron que, ya en Agosto del 2012, las exportaciones alcanzaran niveles por sobre a los del año previo, marcando por tanto, el inicio del fin de la crisis. Y claramente el ajuste más relevante fue el de la reorientación de las exportaciones.

En el tercer trimestre del 2011, Chile era el mayor destino de las exportaciones de carne de Paraguay. Con el brote, el mercado chileno cerró sus puertas, por lo que quedaba el dilema de qué hacer con la producción. Así, luego de unos meses, esta se reorientó hacia otros mercados, en particular, el mercado ruso, que pasó a ser el primer destino de las exportaciones (gráfico 11). Esta fue una gran movida, pues evitó una pérdida mayor de la producción y, de hecho, mantuvo a flote al sector durante algunos

Gráfico 10
IPC de la carne (Dic 2007=100, Izqda.) y producción destinada al consumo local (% del total, Dcha.)



Fuente: Haver Analytics y SENACSA

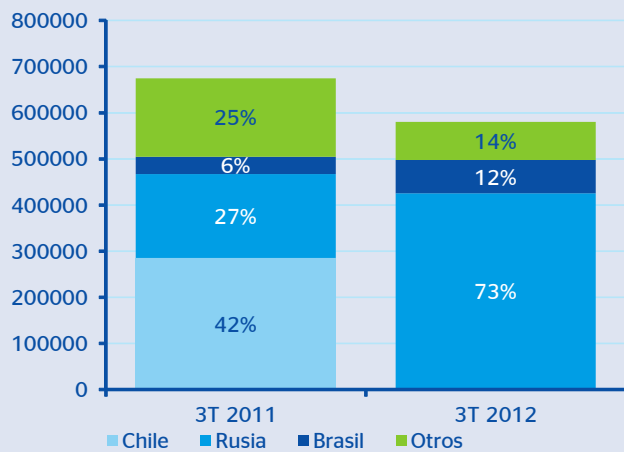
de los meses más intensos de la crisis. Pero, claramente, esto implicó mayores costos, no sólo referentes al hecho de tener que exportar a destinos más lejanos, sino que también otro mucho más directo y fácil de cuantificar, como es el precio recibido por el producto.

Como vemos en el gráfico 12, Chile es un país que paga un precio por la carne mucho mayor al internacional, representado en este caso, por el precio en Australia. En los períodos previos a la crisis, Paraguay se beneficiaba de este hecho, aprovechando el diferencial de precios y recibiendo un mayor ingreso por unidad exportada. Con el cierre del mercado chileno y la reorientación a otros más distantes, se tuvo que exportar a precios más competitivos, lo que tendió a prácticamente eliminar la brecha con el precio internacional.

A medida que el mercado chileno se fue reabriendo, la brecha se volvió a abrir y Paraguay nuevamente está recibiendo mayores ingresos por unidad. Con esto y lo mencionado anteriormente, ya se tiene herramientas con las que se puede empezar a hacer una estimación de los

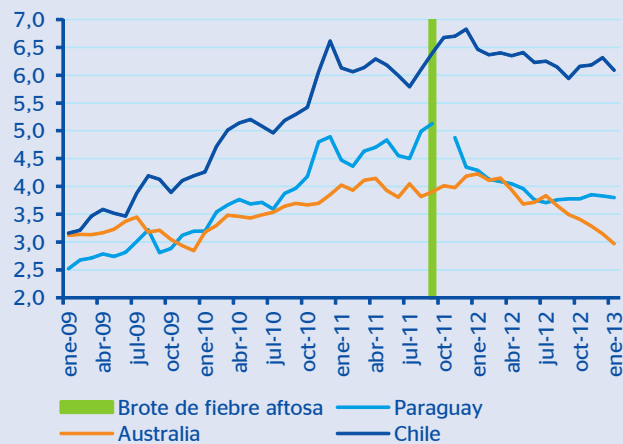
costos que le ha significado a la economía y así poner finalmente el pie de alerta necesario para que se tomen las precauciones para no volver a caer en una crisis sanitaria de igual o peor magnitud.

Gráfico 11
Exportaciones de carne por destino (miles de USD)



Fuente: Banco Central de Paraguay

Gráfico 12
Precios de la carne (USD/ton)



Fuente: BCP, ODEPA y BBVA Research

Sorpresas a la baja en inflación apuntan a un escenario de incierta estabilidad

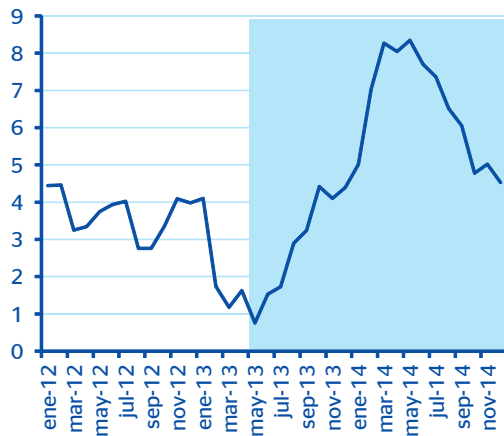
El año 2013 empezó con dos grandes sorpresas: mientras la inflación de Enero fue similar a la del año pasado (1.1% m/m en 2013 vs 1.2% m/m en 2012), la inflación de Febrero fue de -0.8% m/m, lo que contrasta fuertemente con un 1.5% m/m del 2012, y la de Marzo de un -0.1% m/m, versus 0.5% m/m del año anterior. Así, inesperadamente, la inflación se ubicó ya en febrero por debajo de la banda objetivo del BCP en 1.7% a/a.

Esto fue algo difícil de prever considerando la brusca aceleración del crecimiento en el mismo período y que usualmente conlleva presiones inflacionarias al alza. En ese sentido, es importante considerar que la inflación core (la que no incluye los elementos volátiles de la canasta) también se sumó a esta tendencia a la baja, cerrando febrero en 2.7% a/a, levemente por sobre el piso del la banda objetivo del BCP, evidenciando que ciertamente no se han presentado estas presiones. Teniendo esto en consideración, cambiamos nuestro escenario de inflación al cierre del 2013 hacia un 4.4% a/a, bajo el 5% a/a meta del BCP. Sin embargo, dado la naturaleza volátil de la inflación en Paraguay, no es probable descartar alguna otra sorpresa que altere nuevamente el escenario, probablemente al alza. Aún así, dado que la inflación ya se encuentra muy por debajo de la meta (1.6% a/a en Abril), no creemos que escale lo suficiente como para salirse del rango objetivo.

Teniendo esto en consideración, planteamos un escenario de estabilidad de tasas durante el 2013. Si bien ha habido atisbos hacia una política más expansiva de disminución de tasas, no vemos razones para aquello en un año que con las presentes condiciones ya se espera de alto crecimiento. Sería agregar presiones inflacionarias innecesarias.

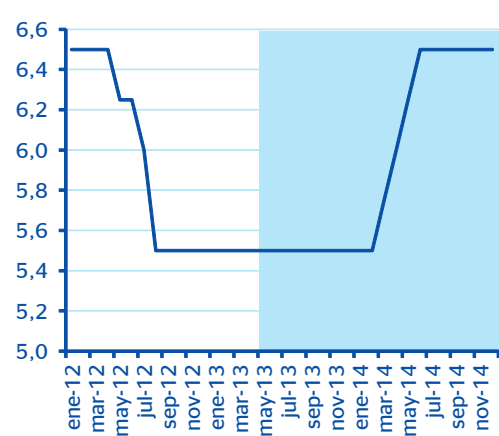
Ahora, a causa del efecto base que se presentará en 2014 por las bajas inflaciones de febrero y marzo de este año, esperamos que el BCP aumente las tasas a partir del próximo año, para finalmente estabilizarse en torno al 6.5%. Aquí, al igual que como hicimos en el escenario de inflación, repetimos nuestro tono de cautela. La alta volatilidad de la inflación puede cambiar completamente el escenario en sólo un par de meses.

Gráfico 13
Inflación (%a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14
Tasa de política monetaria



Fuente: BBVA Research

Por su parte, el tipo de cambio, luego de tocar fondo en Febrero en niveles cercanos a 3990 PYG/USD, inició un ciclo al alza que lo ha llevado a cerrar Abril en niveles de 4100 PYG/USD. Esperamos que esta tendencia al alza se mantenga, aunque algo más moderada, para cerrar el año en niveles cercanos a los 4300 PYG/USD, alrededor de sus niveles de equilibrio. Similar escenario esperamos para el 2014, con un cierre algo más alto alrededor de los 4400, a medida que las medidas de política monetaria expansiva de Estados Unidos se vayan retirando.

Recuadro 2. Tipo de cambio e intervenciones

La economía de Paraguay es una economía altamente dolarizada. Sólo como muestra, en el año 2012 cerca de un 40% de los créditos bancarios al sector privado se realizaron en moneda extranjera, porcentaje similar al de los depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario. Esto, sumado al hecho de que la economía depende en gran medida de los ingresos por exportaciones de la soja, los que por diversas razones resultan altamente volátiles, hace que el tipo de cambio sea un elemento muy relevante para la política monetaria.

Si bien el objetivo principal del Banco Central es el control de la inflación, también tiene siempre un ojo puesto en las fluctuaciones del tipo de cambio. Así, con relativa periodicidad, interviene en el mercado cambiario, con el objetivo de moderar las variaciones del dólar. Y siempre está la discusión presente. ¿Tiene sentido que el Banco Central intervenga? En dicho sentido, la principal razón que sustente una intervención en el mercado cambiario resulta ser que exista alguna desviación del tipo de cambio con respecto a sus fundamentos.

Para evaluar esta hipótesis, creamos un modelo que nos sirva para tener una estimación del tipo de cambio respecto a sus fundamentos. El modelo que usamos considera el diferencial de tasas de interés locales y extranjeras (en este caso, instrumentos de regulación monetaria de 245 a 360 días versus LIBOR de 8 a 12 meses), y el precio de algunos productos relevantes para la economía, como el petróleo (asociado a flujos de salida) y la soja (asociado a flujos de entrada). Con dichos parámetros, creamos una curva de tipo de cambio que podemos observar en el gráfico 15.

A simple vista podemos observar que no existe necesariamente una gran relación entre las intervenciones cambiarias y el desajuste con respecto a los fundamentos, ni en sentido (compra de dólares cuando se encuentra apreciado y viceversa) ni en monto (tamaño del desajuste versus tamaño de la intervención). Entonces, queda preguntarse, ¿qué otro factor considera el BCP a la hora de intervenir?

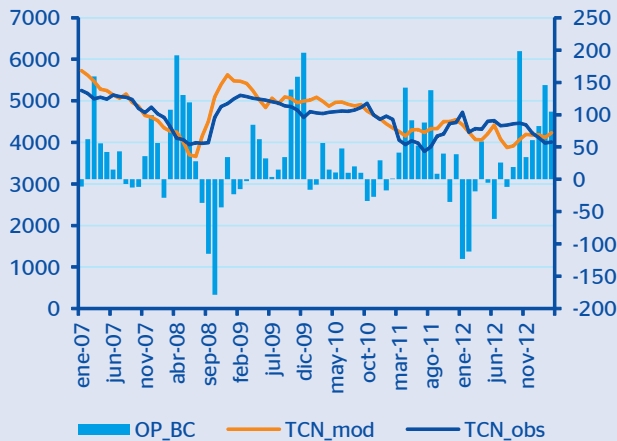
Este otro factor es la volatilidad del tipo de cambio. Muchas veces el BCP interviene con el objetivo de "suavizar" las tendencias apreciatorias o depreciatorias que se observan, esto es, para evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. ¿Explicará de mejor manera este factor las intervenciones?

Para ello creamos un par de índices para recoger ambos factores, desvío de los fundamentales y volatilidad, este último medido como la desviación estándar de los valores diarios del TCN en un mes. Los índices van de cero a uno, cero indicando el mes de menor desvío de los fundamentos o el de menor volatilidad, y uno el de mayor. Estos índices los agregamos y los comparamos con otro índice que representa las intervenciones del BCP, el cual va de cero al máximo valor de la suma de los otros dos índices, representando la menor intervención y la mayor intervención respectivamente. El resultado de este análisis se representa en el gráfico 16.

Si bien mirando el gráfico aún persisten las dudas respecto a la contingencia de las intervenciones (aunque claramente existe un sesgo de endogeneidad, puesto que las intervenciones tienen un efecto sobre la volatilidad), este nuevo análisis representa que, en general, tanto la desviación de los fundamentos como la volatilidad explican suficientemente bien las intervenciones del BCP. Más interesante aún resulta el hecho de que la volatilidad explica aproximadamente 2/3 del volumen de las intervenciones, con lo que podemos afirmar con cierta claridad que el BCP, más que corregir potenciales desajustes con los fundamentos, interviene con objeto de moderar las fluctuaciones del dólar con respecto a la moneda local.

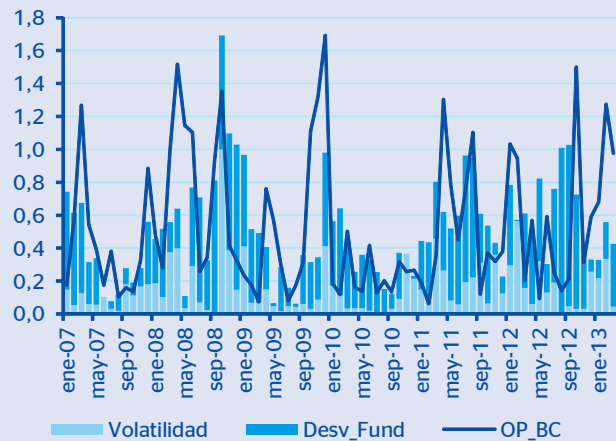
¿Es esto recomendable? Queda para la discusión, pues, por una parte, una economía tan dolarizada debe evitar fluctuaciones bruscas pues los efectos multiplicadores pueden ser considerables. Pero también hay que considerar que si las intervenciones no se ajustan mucho a desviaciones de los fundamentos estas pueden tener poca utilidad práctica, no tendrán mucha influencia en las tendencias de corto y mediano plazo y por tanto su efecto será muy acotado.

Gráfico 15
Dólar observado, resultado del modelo (PYG/USD, Izquierda.) y operaciones cambiarias del BCP (mill USD, Dcha.)



Fuente: Haver Analytics, BCP y BBVA Research

Gráfico 16
Relación entre volatilidad y desvío de los fundamentos con respecto a los montos de las operaciones cambiarias del BCP



Fuente: BBVA Research

4. El desafío de aumentar el potencial

Paraguay es un país que tiene un gran potencial. Por ejemplo, al encontrarse en el centro de la región, podría fácilmente ocupar un lugar estratégico como centro de distribución hacia el resto de países. El hecho de colindar con Argentina y Brasil, las dos economías más grandes de Sudamérica, también le abre una serie de puertas. Otro ejemplo también, y muy importante, es que posee un inmenso potencial hidroeléctrico con las centrales Itaipú y Yacretá, en tiempos en que la demanda de energía a nivel mundial está aumentando sostenidamente.

Sin embargo, pese a esas y otras ventajas que podría aprovechar, Paraguay se encuentra muy rezagado con respecto al resto de la región. Actualmente, posee el segundo menor PIB per cápita de la región (sólo superando a Bolivia) y equivalente a 1/3 del país mejor posicionado que es Chile. También sus niveles de competitividad son muy bajos, ocupa el lugar 116 de 144 a nivel mundial, el penúltimo de la región, sólo aventajando a Venezuela.

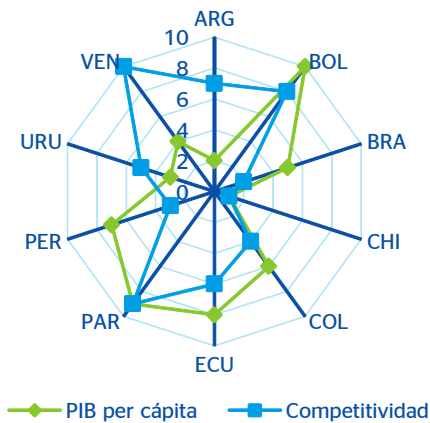
Claramente existen razones históricas que explican esta situación, pero, más que buscar explicaciones en el pasado (lo que, si bien no es un ejercicio fútil, importa más para evitar cometer los mismos errores que para ir avanzando), es necesario analizar las deficiencias que tiene el país para transformarlas en oportunidades que impulsen al Paraguay al menos a sobrepasar el umbral de los países de ingresos bajos.

Según el último Informe de Competitividad Global del Foro Económico Mundial, pocos aspectos de Paraguay logran una buena evaluación. Entre ellos, el mejor evaluado es el ambiente macroeconómico. Afortunadamente, Paraguay ha conseguido mantener una línea de manejo económico relativamente estable durante los últimos años, pero ya vemos que eso no ha sido suficiente para catapultar al país. ¿Cuáles son los factores peor evaluados? Innovación e infraestructura. ¿Qué otros factores también son deficitarios y tienen potencial de corregirse en el mediano plazo? Educación terciaria, instituciones y aprestamiento tecnológico. Es sobre estos factores que el país debe enfocarse para empezar a dar el salto de calidad.

En cierto sentido, podemos decir que tanto infraestructura, instituciones y aprestamiento tecnológico por un lado, y educación terciaria e innovación por otro, forman dos grandes bloques

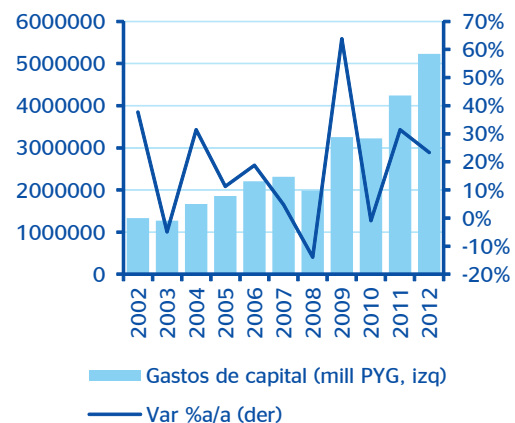
de factores relacionados, siendo el primer bloque el que da el sustento para que el segundo pueda desarrollarse. Por tanto, resulta lógico partir invirtiendo fuertemente en lo relativo al primer bloque e invertir con algo más de moderación, esto es, pensando en el mediano a largo plazo, con respecto al segundo.

Gráfico 17
Posición relativa de Paraguay en América del Sur respecto a PIB per cápita y competitividad



Fuente: BBVA Research, con datos de WEO y WEF

Gráfico 18
Gastos de capital del gobierno central: niveles y crecimiento interanual



Fuente: BCP y BBVA Research

Infraestructura, instituciones y aprestamiento tecnológico

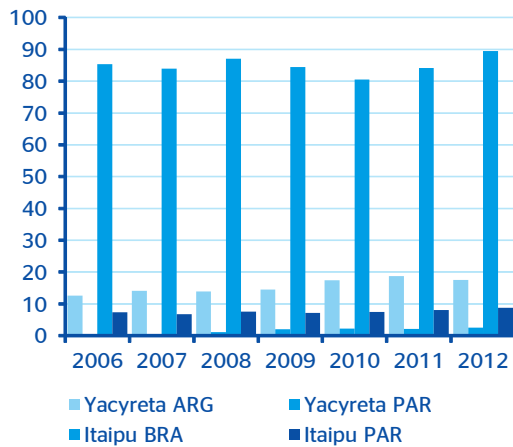
El gobierno de Franco ya dio inicio a un potente plan de inversión en infraestructura. El Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones está utilizando fondos provenientes de diversas fuentes entre las que destacan la emisión de bonos soberanos realizada en Enero y el Fondo Nacional de Inversión Pública y Desarrollo (FONACIDE), que corresponde a dineros reservados provenientes de la venta de energía eléctrica a Brasil. Gran parte de este plan de inversión está concentrado en infraestructura vial: ciertamente es necesario con una red de carreteras eficiente no sólo para poder facilitar el comercio, sino también resulta ser de una relevancia considerable para mejorar la seguridad vial y disminuir los accidentes de tránsito. Pero también hay otros asuntos que afrontar, como por ejemplo, la mejora de la infraestructura referente al transporte aéreo, donde también ya existen planes para mejorar el aeropuerto de Asunción, y también el transporte fluvial, donde el tema de dragado del río Paraguay resulta crucial.

Ahora, un punto que asombra, es el problema eléctrico. Pese a que Paraguay produce muchísima más energía que la que consume, existen constantes problemas de abastecimiento debido a la pobre infraestructura de transmisión y distribución. Así, según datos de la ANDE, en los últimos años las pérdidas de energía en transmisión han sido del orden del 7.5% de la producción, mientras que las de distribución alcanzan alrededor del 25%. No es posible pensar en avanzar teniendo tales niveles de pérdidas. En dicho sentido, se requiere necesariamente mejorar el tema institucional y presupuestario de la ANDE y, ya pensando en el futuro, elaborar un buen plan estratégico en miras de renegociar los contratos de venta de energía a Brasil y Argentina en cuanto caduquen los actualmente vigentes, de manera de poder obtener mayores beneficios para el país.

Por último, respecto al tema tecnológico, Paraguay también se queda rezagado con respecto a la región. Por ejemplo, sólo un 0.22% de la población tiene conexión de banda ancha a internet, el índice más bajo de la región, y posee su velocidad de conexión promedio es la tercera menor, sólo por sobre Bolivia y Venezuela. En adopción de teléfonos móviles está algo mejor posicionado, pero aún bajo el promedio de la región y lejos de los países líderes. En este respecto, la creación

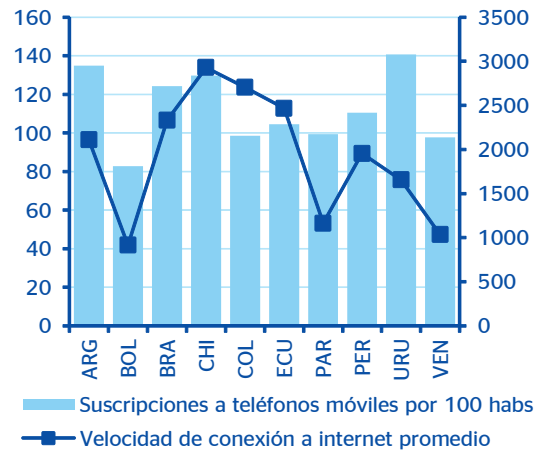
el año pasado de la Secretaría de Tecnología de Información y Comunicación (SETIC) es un buen primer paso con miras de ir avanzando hacia adelante.

Gráfico 19
Producción eléctrica de las centrales Itaipú y Yacyretá por país de destino (GWh)



Fuente: Estadísticas de las centrales Itaipú y Yacyretá

Gráfico 20
Suscripciones de teléfonos móviles por 100 habitantes (Izqda.) y velocidad de internet promedio (Dcha.)



Fuente: ICT Statistics from International Telecommunications Unión y Akamai, State of the Internet report

Educación, innovación y el salto al futuro

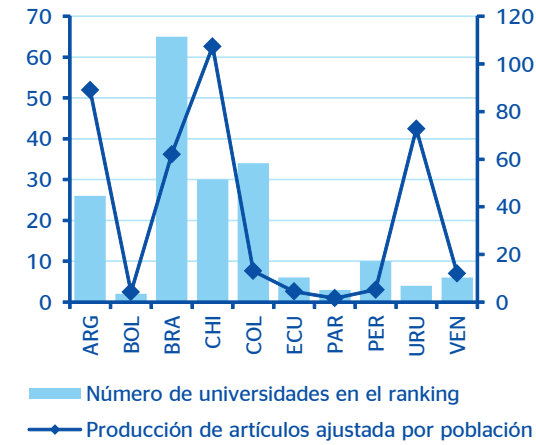
Si bien la infraestructura es el soporte sobre el que un país crece, la productividad es lo que le da la ventaja competitiva frente al resto. En ese sentido, la calidad técnica de los trabajadores y la constante innovación en busca de mayor eficiencia de los sistemas de producción o la entrega de un valor agregado pueden hacer una gran diferencia a favor.

Según el último ranking latinoamericano de universidades QS (que, si bien posee deficiencias como cualquier sistema de rankings al menos nos sirve como una aproximación), aparecen sólo tres universidades paraguayas, todas bajo el top 100. Sólo Bolivia tiene menos con dos. Es cierto, Paraguay es un país pequeño y si se corrige por la población quedaría bastante mejor perfilado, pero ese no es el punto. El punto es que actualmente hay muy pocas instituciones capaces de dar educación, ni siquiera a estándares mundiales, sino regionales. Y así también, la producción académica es muy pobre. Según datos de la WDI, en 2009 Paraguay fue el país sudamericano que tuvo la menor producción de artículos académicos, apenas 11, muy por debajo del siguiente, Bolivia, con 45. Aún ajustando por población es el peor en dicho índice.

Algo similar se ve en el tema de innovación. Paraguay aparece como el país de menor gasto en investigación y desarrollo como porcentaje del PIB en Sudamérica.

Gráfico 21

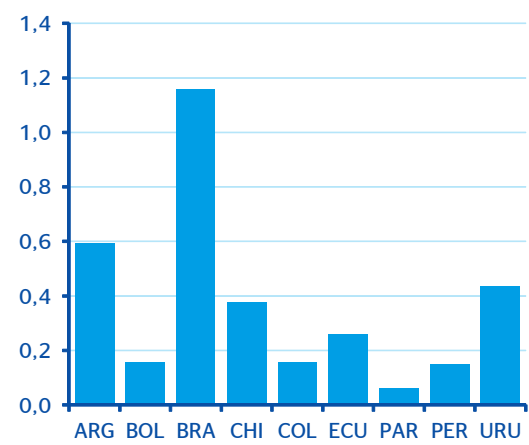
Número de universidades en ranking latinoamericano (Izqda.) y producción ponderada de artículos académicos (Dcha.)



Fuente: QS Latin American University ranking y WDI

Gráfico 22

Gasto en Investigación y Desarrollo* (% del PIB)



* Último dato disponible
Fuente: WDI

Ahora, ¿es apremiante mejorar estos índices? Probablemente lo más prudente sea enfocar por ahora el gasto en infraestructura y establecer un plan estratégico que permita mejorar la educación en el mediano a largo plazo: claramente, los resultados de reformas de este tipo no son inmediatos, por lo que tampoco se debe gastar a raudales esperando ver mejoras inmediatas. Además, como vimos en el [último Situación Paraguay](#), la recaudación tributaria como porcentaje del PIB en Paraguay se encuentra aún por debajo del resto de los países de la región, lo que limita la capacidad del gobierno para invertir en diversos frentes. Esto, sumado a que el PIB de Paraguay no sólo es bajo, sino altamente volátil, hace que se requiera aún más prudencia para enfrentar estos temas. Así, probablemente una buena idea es seguir fomentando las iniciativas público-privadas, creando mecanismos que den incentivos a los privados a participar en obras que no sólo les den réditos a los involucrados, sino que tengan también un alto impacto social. Y, nuevamente, es importante siempre tener claro que todos estos cambios deben ser tomados como procesos, no desesperar y hacer las cosas con la calma suficiente para que se hagan bien. Paraguay ciertamente tiene una gran oportunidad en este sentido, pues no se requiere un gran esfuerzo en “destruir” mecanismos obsoletos, sino más que nada “crear”. Con paciencia y sabiduría, el país puede avanzar en el camino al desarrollo.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013	2014
PIB (% a/a)	13,1	4,3	-0,9	10,4	4,0
Inflación (% a/a fdp)	7,2	4,9	4,0	4,4	4,5
Tipo de cambio (vs USD, fdp)	4571	4433	4285	4309	4438
Tasas de interés (% fdp)	5,3	7,3	5,5	5,5	6,5
Consumo privado (% a/a)	15,3	8,7	0,9	6,5	2,7
Consumo público (% a/a)	19,7	2,8	-6,9	13,5	4,4
Inversión (% a/a)	24,8	10,4	-3,9	6,4	1,9
Saldo Fiscal	1,2	0,7	-1,7	0,1	-0,1
Balanza por cuenta corriente	-0,3	1,1	0,4	1,4	1,2

Fuente: BCP, BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a fdp)	Tipo de cambio (vs USD, fdp)	Tasas de interés (%, fdp)
T1 10	13,6	4,1	4695	
T2 10	14,3	4,3	4752	
T3 10	10,8	3,8	4783	
T4 10	13,7	7,2	4571	
T1 11	6,9	10,3	4333	
T2 11	4,9	8,8	3995	
T3 11	3,3	9,4	3997	8,50
T4 11	2,6	4,9	4433	7,25
T1 12	-2,8	3,3	4284	6,50
T2 12	-2,2	3,9	4529	6,25
T3 12	2,0	2,8	4419	5,50
T4 12	-0,4	4,0	4285	5,50
T1 13	10,8	1,2	3997	5,50
T2 13	11,7	1,5	4128	5,50
T3 13	9,6	3,2	4234	5,50
T4 13	9,5	4,4	4309	5,50
T1 14	4,2	8,3	4349	5,75
T2 14	4,2	7,7	4371	6,50
T3 14	4,1	6,0	4404	6,50
T4 14	3,7	4,5	4438	6,50

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Coordinación Latam:

*Economista Jefe de Coordinación Latam***Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos

enestor.dossantos@bbva.com

Miguel Poblete

miguel.poblete.contractor@bbva.com

Jaime Costero

jaime.costero@bbva.com

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

*Coordinación Latam***Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

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

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@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

Interesados dirigirse a:**BBVA Research**

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

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

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@bbva.com

www.bbvaresearch.com