

investor

Economía



INFORME ECONÓMICO

Diciembre 2015



Elaborado por el Área de Análisis Económico

Investor Economía

Economista Jefe:	Manuel Ferreira	mferreira@investor.com.py
Analista Macro:	Valeria Gutiérrez	vgutierrez@investor.com.py
Analistas Sectoriales:	Nidia Corvalán	ncorvalan@investor.com.py
	José Dacak	jdacak@investor.com.py
	Fabrizio Vázquez	fvazquez@investor.com.py

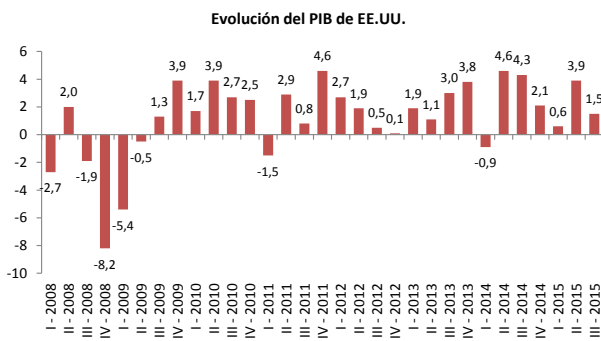
Queda autorizado el uso del contenido de este informe, siempre que sea indicada la fuente del mismo. La información contenida en este Informe fue recopilada, procesada y analizada por Investor Economía, los comentarios realizados en el mismo se elaboraron en el marco de las condiciones actuales del mercado, en base a la información y los datos obtenidos de fuentes públicas y privadas. Investor Economía no se responsabiliza de las decisiones tomadas a partir de la información contenida en este informe.



PANORAMA MUNDIAL

ESTADOS UNIDOS

Luego de haber crecido 0,6% en el primer trimestre y 3,9% en el segundo; el Producto Interno Bruto (PIB) de EE.UU. creció 2,0% en el tercer trimestre, impulsado principalmente por el aumento en el consumo familiar que se vio favorecido por los menores precios de los combustibles y el mejor desempeño del mercado de viviendas y el laboral. El menor ritmo de crecimiento entre julio y septiembre se explica en parte por el debilitamiento del comercio internacional dada la apreciación del dólar y el menor crecimiento económico a nivel mundial. Además, en los últimos meses, las empresas están controlando su producción para evitar un exceso de inventarios.



Fuente: Investor en base a datos de BEA

Durante el año 2015 se crearon alrededor de 2,3 millones de empleos, reduciendo la tasa de desocupación hasta el 5,0%, la más baja en 7 años.

Si bien, los indicadores muestran un buen desempeño de la economía americana, la inflación continúa en niveles bajos presionada por la fortaleza del dólar y los menores precios de la gasolina. Además, se observa cierta volatilidad en los mercados internacionales.

Sin embargo, finalmente la Reserva Federal de los EE.UU. anunció su primera suba de tasas, de 0,25 a 0,50%, que si bien fue leve y ya era esperada por todo el mercado, constituye un indicador de fortaleza de la economía americana, siendo la primera suba en diez años.

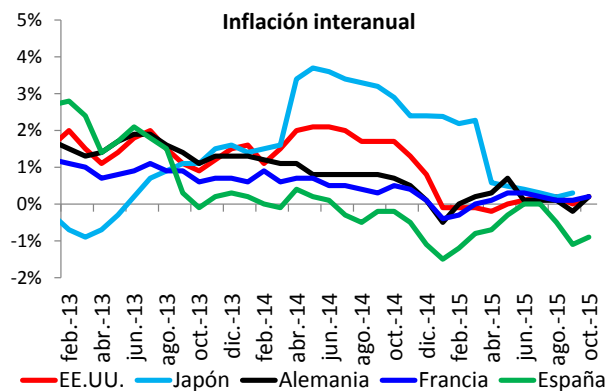
EUROPA

La Zona Euro sigue atravesando una lenta recuperación económica. Se tuvo un crecimiento interanual en el PIB de 1,3% en el primer trimestre y de 1,6% tanto en el segundo como en el tercer trimestre. Cabe resaltar que en los tres trimestres todas las

economías del grupo mostraron resultados positivos, a excepción de Grecia que volvió a caer en el periodo de julio a septiembre.

La producción industrial en la Zona Euro ha estado bastante frenada, prácticamente todos los meses de este año mostraron resultados negativos. En octubre el índice de producción industrial cayó 3,1% comparado con un año atrás. Esto estuvo impulsado principalmente por la energía (-9,7%), los bienes de consumo duradero (-0,9%) y los bienes de capital (-0,7%). Los peores desempeños se dieron en: Lituania, Grecia, Países Bajos, Reino Unido, Chipre e Irlanda.

Al mismo tiempo las tasas de desempleo continúan altas, 10,7% en octubre, y en países como España y Grecia superan el 20%. Además, al igual que en otras grandes economías, la presión a la baja en los precios continúa en la Zona Euro, lo cual sigue preocupando a las autoridades monetarias.



Fuente: Investor con datos de BEA, BLS, Eurostat

CHINA

Desde hace varios años la economía china ha dejado de crecer a tasas de dos dígitos, su crecimiento continúa siendo uno de los más altos a nivel mundial, pero se ha moderado.

Ante este escenario, las autoridades chinas aplicaron ciertas medidas:

- Devaluación de la moneda en agosto
- Reducción de la tasa de interés en seis ocasiones, hasta niveles no registrados anteriormente
- Reducción del nivel de reservas obligatorio del sistema bancario
- Eliminación del techo fijado sobre las tasas pasivas mayores a un año
- Aumento del gasto público

Sin embargo, en los primeros nueve meses de este año, China creció un 6,9% con respecto al mismo periodo del 2014, la menor tasa de los últimos 25 años. Lo cual llevó a que recientemente el



gobierno anuncie que en el 2016 se flexibilizará la política monetaria y se incrementará el déficit de forma gradual, ya que el país necesita una política fiscal más contundente. Algunas medidas concretas serían:

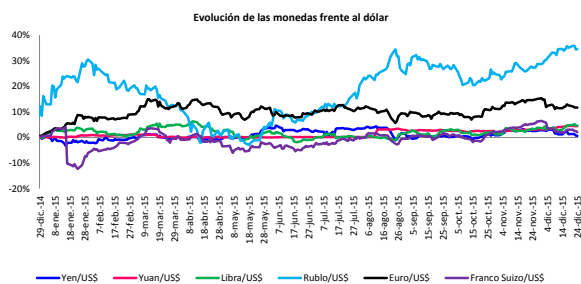
- Reducción de impuestos
- Control del exceso de capacidad en industrias como la de metales
- Impulso de la demanda agregada
- Concesión de subsidios a los residentes rurales para comprar casas en las ciudades

Se debe recordar que, la economía china, habitualmente basada en inversión pública y en las exportaciones de productos de bajo valor agregado, está intentando adoptar un modelo basado en el consumo interno y el desarrollo del sector servicios

MONEDAS Y COMMODITIES

A nivel internacional, el dólar continúa fortalecido frente a las principales monedas, incluidas las de los países emergentes. Esto se debe en gran parte a la recuperación de EE.UU. y a la expectativa finalmente cumplida con respecto a la suba de tasas de la Reserva Federal.

En el periodo del 1 de enero al 20 de diciembre de este año, el dólar se apreció 10% frente al euro, 4% frente al yuan de chino, 1% frente al yen, 4% frente a la libra esterlina y 16% frente al rublo. La relación dólar/euro llegó a mínimos históricos, cotizándose a 1,05 US\$/€ en los primeros días de marzo y en los últimos meses se mantiene en torno a los 1,1 US\$/€.



Fuente: Investor en base a datos de Bloomberg

En cuanto a los commodities agrícolas, el informe de oferta y demanda del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA) correspondiente a diciembre mantiene las estimaciones de una oferta abundante y no muestra muchos cambios con respecto a los últimos informes anteriores.

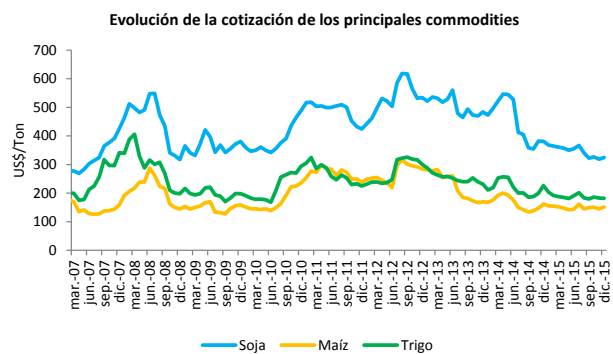
Se estima para la campaña de soja 2015/16 una producción de 320,1 millones de toneladas y existencias finales de 82,6 millones, ambos valores superan lo observado en la campaña 2014/15. Para el maíz a nivel mundial, el USDA proyectó la cosecha en 973,9 millones de toneladas, por debajo de los 1.008,7 millones de la campaña anterior; en tanto que las existencias finales fueron

calculadas en 211,8 millones, por encima del 2014/15. La producción de trigo para el ciclo 2015/16 tendría un leve aumento, llegaría a las 734,9 millones de toneladas. Las existencias finales por su parte fueron calculadas en 229,9 millones de toneladas.

Con este informe se reconfirma que la oferta será abundante a nivel mundial, y entran en juego otros factores que impactan en los precios, entre los que destacan el tipo de cambio y la suba de tasas de interés en EE.UU., lo cual inevitablemente presionará aún más los precios de commodities a la baja, por la pérdida de atractivo de los mercados de materias primas, donde los riesgos para los inversores son mayores, sobre todo en momentos como el actual, donde la oferta es muy elevada tras dos ciclos consecutivos de grandes cosechas de cereales y oleaginosas en los principales productores y exportadores mundiales. A esto se suma la incertidumbre acerca de otras economías importantes como China y Europa.

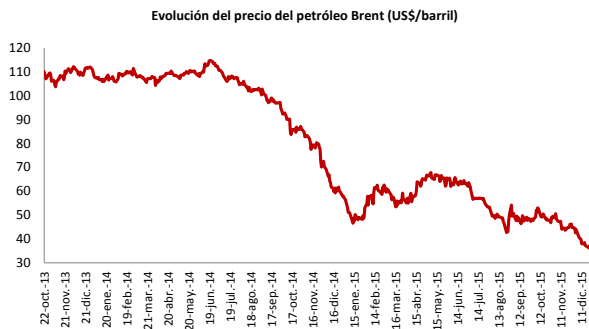
En cuanto a la soja, la tendencia sigue siendo bajista, con la expectativa de que la cosecha sudamericana sea record sumado a que los grandes stocks de Argentina por fin se liberen al mercado.

Un hecho importante para el mercado agrícola regional fue el anuncio por parte del nuevo Gobierno argentino del fin del régimen de derechos de exportación para todos los cereales, el girasol, las economías regionales, las carnes, la pesca y los lácteos. La excepción es el complejo sojero, que por ahora será la única actividad alcanzada por las retenciones y pasa a tributar 30% el grano sin procesar y 27% la harina y el aceite. Los mercados aún no registraron cambios importantes tras estos anuncios.

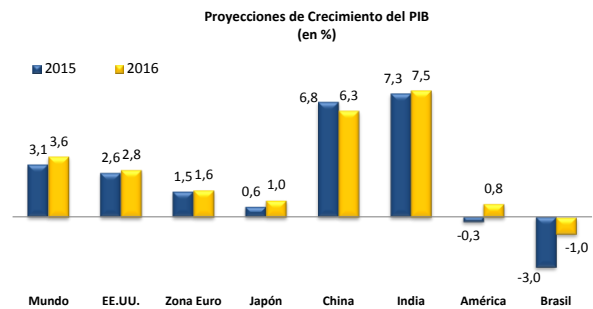


Fuente: Investor en base a datos de CBOT

En lo que se refiere al petróleo, tras la fuerte reducción en la segunda mitad del 2014, los precios han mostrado una leve recuperación en el primer semestre de este año, cotizando en torno a los 60 US\$/barril; pero luego se han vuelto a mostrar a la baja, cotizando a un promedio de 44 US\$/barril en los últimos dos meses del año y llegando a cotizar por debajo de los 40 US\$/barril en la segunda quincena de diciembre, algo que no ocurría desde hace más de diez años.



Fuente: Investor en base a datos de Bloomberg



Fuente: Investor en base a datos de FMI

CRECIMIENTO MUNDIAL

En lo que va del segundo semestre de este año, el crecimiento de las economías avanzadas parece más sólido, sobre todo en ciertos países; pero no ocurre lo mismo en economías emergentes, donde la recuperación es aún débil. Muchos de los países de este grupo están pasando por un proceso de ajuste luego del auge en el crédito y la inversión que se dio tras la crisis, a esto se suma la caída de los precios de los commodities y el menor crecimiento de China que repercute en casi todo los países. En este contexto, el Fondo Monetario Internacional (FMI) volvió a corregir a la baja para muchas economías las proyecciones que había hecho en enero, abril y julio para el año 2015.

La proyección de crecimiento mundial para este año pasó de 3,3 a 3,1%. Las expectativas de crecimiento para la Zona Euro se mantuvieron en 1,5%, para Japón la proyección pasó de 0,8 a 0,6%, mientras que en el caso de EE.UU. aumentó a 2,5% a 2,6%. Por su parte, las perspectivas para las economías emergentes bajaron de 4,2 a 4,0%, y dentro de este grupo se hicieron recortes en varios países, siendo Rusia uno de los países que tendría peor desempeño; mientras que China e India crecerían a tasas menores a su promedio, 6,8 y 7,3% respectivamente. Para América Latina la proyección pasó de 0,5 a -0,3% principalmente por la caída de la economía brasileña cuyo crecimiento esperado fue reducido por décima vez consecutiva por parte del FMI, pasando ahora de -1,5 a -3,0%.

Las proyecciones para el 2016 son relativamente mejores, pero también fueron recortadas: el mundo crecería 3,6%, EE.UU. 2,8%, la Zona Euro 1,6%, América Latina crecería 0,8% y Brasil caería 1,0%.

PANORAMA REGIONAL

BRASIL

Tras haber caído 1,5% en el primer trimestre de 2015 y 3,0% en el segundo, el PIB brasileño alcanzó los US\$ 432 mil millones en el tercer trimestre, lo que representa una caída de 4,0% con respecto al mismo periodo de 2014 y constituye el sexto trimestre consecutivo de caída.

Analizando los sectores económicos, la industria fue la que mostró el peor desempeño, con una caída de 6,7% en términos interanuales, lo que se explica principalmente por la baja de 11,3% de la industria transformadora, sobre todo por el mal desempeño del subsector automotriz teniendo en cuenta que la producción de automóviles disminuyó 27,3% en los últimos doce meses. La construcción también tuvo una importante caída, equivalente al 6,3%.

Por su parte, los servicios cayeron 2,9% con respecto a un año atrás, sobre todo por la baja en los subsectores comercio (-9,9%) y transporte (-7,7%). La agricultura que en los primeros trimestres había crecido, también entró en terreno negativo, cayendo 2,0%.

Por el lado de la demanda, el consumo privado volvió a caer, esta vez 4,5% respecto al tercer trimestre de 2014, siendo la mayor caída interanual de los últimos 20 años. El consumo del gobierno cayó 0,4% y la inversión privada registró una caída de 15,0%, principalmente por la caída en las importaciones y la producción de bienes de capital y en la construcción.

Al mismo tiempo, la inflación interanual en noviembre se ubicó en 10,5%, más del doble del centro de la meta del Banco Central y bastante por encima del límite superior del rango establecido. La tasa de interés de referencia (SELIC) se encuentra en 14,25%. Considerando todo esto, los analistas privados volvieron a elevar sus pronósticos de inflación a un promedio de 10,7% y a recortar a -3,7% los de crecimiento de la economía.

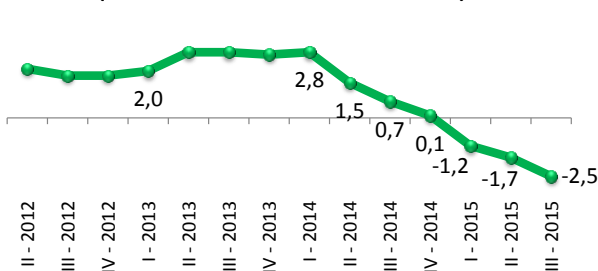
Además, la decisión de iniciar el juicio político a la presidenta Rousseff, que luego quedó en stand by, elevó las dudas con respecto al apoyo del Congreso al Ejecutivo para aplicar medidas significativas para la recuperación fiscal y económica en el 2016.

Ante este escenario, a mediados de diciembre la calificadora de riesgo Fitch volvió a reducir la calificación de Brasil (ya lo había



hecho en octubre), esta vez retirándole el grado de inversión. Se debe recordar que en septiembre Standard & Poors (S&P) hizo lo mismo tras siete años de habérselo otorgado. Además, en los primeros días de diciembre, la calificadora de riesgo Moody's anunció que podría recortar la calificación soberana de Brasil, con lo cual perdería el grado de inversión en las tres agencias. En el mercado financiero, la nota de un país funciona como un "certificado de seguridad" que las agencias calificadoras dan a los países; en donde el grado de inversión es otorgado a aquellos que son considerados de bajo riesgo especulativo.

**Crecimiento del PIB brasileño
(crecimiento acumulado 4 Trimestres)**



Fuente: Investor en base a datos de IBGE

ARGENTINA

En Argentina, la situación de 2015 no ha presentado grandes variaciones con respecto a 2014. El tipo de cambio paralelo se mostró más estable y la brecha con el dólar oficial se redujo, pero a mediados de junio el dólar blue retomó su tendencia al alza y en septiembre superó los 16 pesos por primera vez desde su existencia.

Se realizaron las elecciones presidenciales en octubre y por primera vez en la historia hubo ballottage, que luego dio como ganador al candidato opositor Mauricio Macri, terminando así con doce años de mandato de los Kirchner.

El nuevo presidente recibe una economía con elevada inflación y bajo o nulo crecimiento, además de una moneda sobrevaluada y diversos controles sobre el tipo de cambio, reservas internacionales bajas, elevado déficit fiscal financiado en gran parte por el Banco Central. Todo esto sin olvidar el conflicto con los holdouts y la necesidad que tendrá de llegar a un acuerdo con los mismos para poder acceder al mercado de capitales.

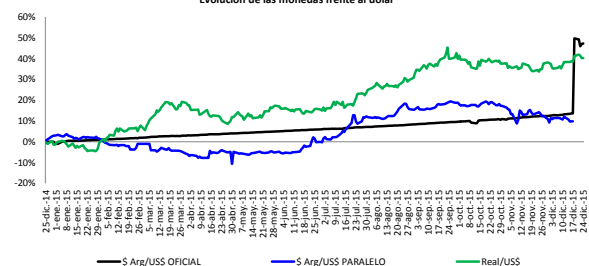
Entre las primeras medidas anunciadas, se destacan dos que tendrán impactos en la economía paraguaya:

- El fin del régimen de derechos de exportación para todos los cereales, el girasol, las economías regionales, las carnes, la pesca y los lácteos. La excepción es el complejo sojero, que por ahora seguirá alcanzada por las retenciones, pagando 30% el grano sin procesar y 27% la harina y el aceite.
- La liberación del cepo cambiario, con lo cual se saldría del retraso cambiario que venía enfrentando el país vecino

desde hace bastante tiempo. En los primeros días tras la liberación del tipo de cambio, el dólar se mantuvo en valores intermedios entre la última cotización del dólar "oficial" (9.8 \$/US\$) y la del dólar "paralelo o blue" (14,6 \$/US\$) antes del anuncio.

- Esto reduciría la demanda de argentinos por dólares en efectivo en Paraguay, y podría generar importantes incentivos sobre el ingreso de divisas a la Argentina, y por tanto reduciría las presiones sobre el tipo de cambio a nivel local.

Evolución de las monedas frente al dólar



Fuente: Investor en base a datos de Bloomberg

PANORAMA LOCAL

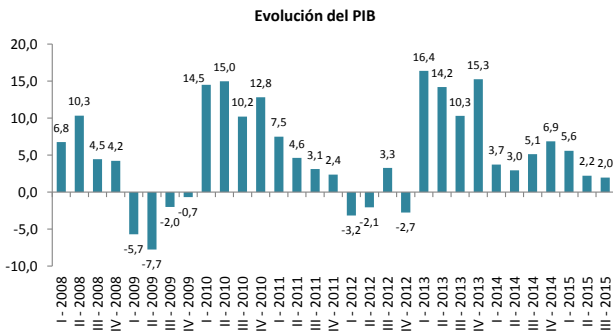
SECTOR REAL

Tras haber crecido 5,6% en el primer trimestre y 2,2% en el segundo, el Producto Interno Bruto (PIB) de Paraguay creció 2,0% en el tercer trimestre con respecto al año anterior, la tasa más baja desde el 2013.

La agricultura creció 5,2% y se constituyó en el principal impulso del PIB en dicho periodo. El sector construcción tuvo un desempeño mucho más modesto que en trimestres anteriores, con una expansión de 1,5%; mientras que el sector servicios que venía siendo el principal impulso este año, creció solo 1,0%.

La industria registró un crecimiento de 2,3% constituyéndose como el tercer sector con mayor incidencia en el resultado del trimestre. La ganadería cayó 0,6% y el sector electricidad y agua que incluye a las binacionales creció 3,7% luego de seis trimestres consecutivos de caídas.

Analizando por el lado de la demanda, se tuvo un crecimiento del consumo tanto público como privado, 4,0 y 1,9% respectivamente. En cuanto al consumo privado, que es el gasto de las familias, registró el crecimiento más bajo desde el 2012, y se dio principalmente por un aumento en los bienes semi duraderos. Por su parte, la formación bruta de capital tuvo un crecimiento de 0,1%, también el más bajo desde 2012. Así la inversión no tuvo incidencia en el crecimiento del PIB.



Fuente: *Investor en base a datos de BCP*

AGRICULTURA

Los resultados de la campaña sojera 2014/15 muestran que el área sembrada fue mayor a la de la campaña 2013/14 en apenas 0,3% y la producción alcanzó las 8 millones de toneladas, 13,8% menos que lo obtenido en la campaña anterior e inferior a los valores que se manejaban extraoficialmente hace un par de meses. El rendimiento promedio fue de 2.452 kg/ha, 14% menos que los 2.853 kg/ha de la campaña anterior. A esto se le debe sumar unas 959 mil toneladas que se obtuvieron de soja zafriña, cultivo que muchos productores siguen realizando luego de la soja zafra a pesar de que los técnicos recomiendan no hacerlo ya que aumenta la propagación de plagas y el desgaste del suelo, dando lugar a que los rendimientos puedan ser menores en zafras siguientes.

En cuanto a los otros productos que completan el complejo sojero, se esperaba que la producción de maíz y trigo compensaran en parte los menores rendimientos obtenidos en la producción de soja. En el caso del maíz, el clima ha sido favorable para su desarrollo, con lo cual se obtuvieron rendimientos excelentes que, sumados al aumento del área de siembra, dieron como resultado una producción récord de 5 millones de toneladas, lo que representa un aumento de 54% con respecto a la campaña anterior. Cabe mencionar que parte importante del maíz obtenido no fue de la calidad ideal, lo cual se vería reflejado en los precios.

Por su parte, el área de siembra de trigo en la campaña 2015 se redujo en 100 mil hectáreas. Como el trigo es en la mayoría de los casos un rubro complementario de la soja, los menores márgenes obtenidos con la oleaginosa y los bajos precios del trigo llevaron a que muchos productores optaran por reducir su área de siembra o no sembrar por temor a empeorar su situación financiera. Sumado a esto, parte de la producción de trigo fue afectada por condiciones climáticas adversas. Un invierno de poco frío y mucha humedad hizo que este cereal sea más susceptible a ciertas enfermedades, afectando su calidad. Además, si bien el trigo es un cultivo de invierno, también es sensible a las heladas y las mismas han afectado parte de la producción.

En cuanto a la actual campaña sojera, la siembra 2015/16 ha terminado y se estima que se sembró un área 3% menor a la de la campaña anterior. Además, ciertas zonas estarían enfrentando

problemas de plagas, esto se debe en parte a la elevada producción de soja sobre soja en la campaña pasada lo cual impide que se corte el ciclo de plagas. A esto se suma el hecho de que el invierno no fue lo suficientemente frío. Por su parte, las parcelas de soja sembradas muy temprano sufrieron el efecto de algunos días de heladas, lo cual tendría un impacto en el rendimiento y en varios casos obligó incluso a la resiembra.

Además, en las últimas semanas del año el fenómeno de El Niño se hizo presente con fuertes tormentas, coincidiendo con los pronósticos que decían que diciembre sería el mes de mayor intensidad y para lo que resta de la campaña serán frecuentes las lluvias sorpresivas e inesperadas.

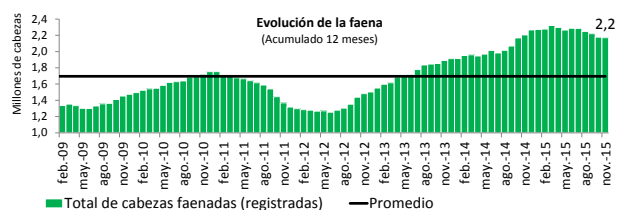
A pesar de que se redujo el área de siembra de esta campaña, las expectativas son positivas apostando a altos rendimientos, lo que está condicionado a los niveles de humedad del suelo dado que con las precipitaciones tan frecuentes e intensas el factor clave estará en el control de las posibles enfermedades que se desarrollen en estos meses. Será muy importante el seguimiento al clima ya que, las condiciones actuales persistirían incluso en los dos primeros meses del 2016 cuando ya se encuentren en plena cosecha.

Concepto		2013/14	2014/15	2015/16 proy
Soja	Has	3.254.908	3.264.480	3.166.546
	Tons	9.285.592	8.004.858	8.755.500
	Ton/Ha.	2,853	2,452	2,765
Maíz	Has	649.733	838.768	650.000
	Tons	3.218.777	5.070.438	3.250.000
	Ton/Ha.	4,954	6,045	5,000
Trigo	Has	631.689	530.000	530.000
	Tons	1.314.046	1.113.000	1.060.000
	Ton/Ha.	2,080	2,100	2,000

Fuente: *Investor en base a datos de CAPECO – INBIO*

GANADERÍA

La faena en el periodo de enero a noviembre de este año ascendió a 2,0 millones de animales, reflejando una caída interanual de 4,7%. El promedio de faena por mes es de 179 mil cabezas, de las cuales el 88% son faenadas en frigoríficos y lo restante en mataderos.



Fuente: *Investor en base a datos de SENACSA*



Las exportaciones de carne vacuna se han visto afectadas por los problemas económicos de los principales compradores de carne paraguaya, en especial Rusia. En el periodo de enero a noviembre de este año el volumen exportado cayó 5,6% comparativamente con el mismo periodo de 2014, y 30,9% si se comparan los valores en dólares.

OTROS SECTORES

Como un indicador de desempeño del sector transporte se pueden tomar los fletes vinculados a la agricultura y la ganadería, que subieron 11% en el periodo de enero a noviembre de 2015 en comparación al mismo periodo del 2014. Este crecimiento se explica principalmente por el importante aumento en las exportaciones de trigo y maíz.

Con respecto al comercio, las fronteras siguen incidiendo de forma negativa. Como ocurre desde el 2013, el diferencial cambiario con Argentina motivó el ingreso de productos de contrabando afectando al comercio minorista, principalmente la venta de alimentos, vestimenta y otros productos de consumo no duradero. Esto queda reflejado en la menor importación de este tipo de bienes y en el desempeño del comercio dedicado a la venta de los mismos. Por el lado de Brasil, la depreciación del real frente al dólar vuelve poco competitivos a los productos ofertados en las ciudades fronterizas paraguayas.

Por su parte, tras la entrada en vigencia de la Ley N° 5.476¹ en octubre, las entidades financieras tomaron ciertas medidas:

- Cancelar promociones y beneficios
 - Descuentos en comercios a través de alianzas estratégicas
 - Pagos en cuotas sin intereses
- Cancelar los sobregiros
- Reducir la opción de adelanto de efectivo a través de las tarjetas de crédito
- Incrementar el porcentaje de pago mínimo

Dicha ley ya ha comenzado a impactar negativamente en las ventas de los comercios y servicios. Las compras realizadas con tarjetas de crédito registraron una fuerte caída frente al año anterior. Previo a dicha normativa, se registraba un nivel de crecimiento interanual en el 2015 en torno al 15%; mientras que la semana siguiente a su aplicación las ventas cayeron 7% en promedio.

Además del contenido de la ley en sí, el momento de su aplicación tampoco fue adecuado; ya que se dio en un contexto de bajos niveles de consumo, una importante suba del tipo de cambio con relación al dólar, una retracción en el comercio exterior influenciada en gran medida por la crisis comercial en las ciudades fronterizas y la caída en las cotizaciones de nuestros principales productos de exportación. Además, el último trimestre del año

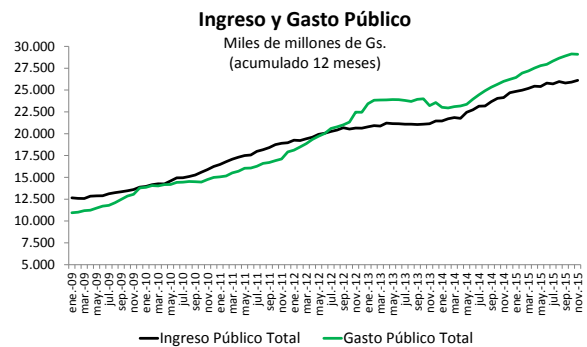
suele ser un periodo de elevado consumo y por lo tanto mucha venta para los comercios, principalmente por las compras de fin de año y la contratación de paquetes de turísticos.

El sector de la construcción mostró un crecimiento en torno al 7% en lo que va del 2015. Las fuertes lluvias registradas en los últimos meses han afectado la vitalidad que exhibía el sector durante la primera parte del año, cuando registraba cifras en torno al 15%.

SECTOR FISCAL

Al cierre de noviembre de este año los ingresos totales de la Administración Central alcanzaron los Gs. 23,4 billones, 6,5% más que en el 2014. Dentro de los mismos, los ingresos tributarios, que representan más del 70% del total, han mostrado un crecimiento menor al estimado: 5,6% frente al 12% previsto en el presupuesto. Las recaudaciones de la Dirección Nacional de Aduanas presentaron una variación interanual a la baja, impulsadas por la caída en los precios del petróleo y una menor actividad registrada en las ciudades fronterizas.

Los gastos ejecutados por la Administración Central hasta el cierre de noviembre totalizan Gs. 24,9 billones, lo que representa un aumento de 13,0% comparado con un año atrás. Al analizar por tipo de gastos se observa que la ejecución de los gastos corrientes, equivalentes a más del 80% del total creció 11,3%, mientras que la inversión física creció 26,7%.



Fuente: *Investor en base a datos de MH*

Cabe recordar aquí que en el año 2013 fue aprobada la Ley de Responsabilidad Fiscal (LRF), que tiene por objeto “establecer reglas generales de comportamiento fiscal orientadas a la estabilidad y sostenibilidad de las finanzas públicas”. Entre otras reglamentaciones, la LRF establece que el déficit de la Administración Central no puede superar el 1,5% del PIB estimado para cada año fiscal.

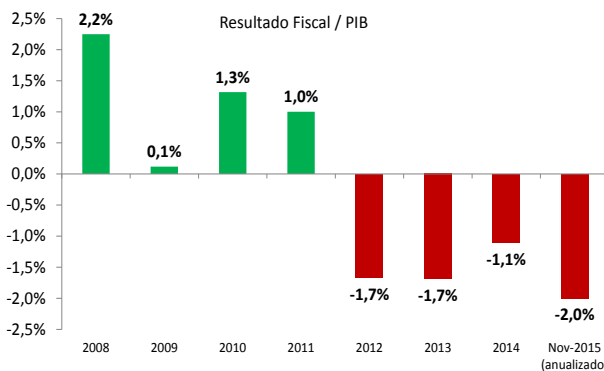
Con los datos de cierre de noviembre de 2015, donde el déficit anualizado (tomando los últimos doce meses) llegaba al 2,0% del PIB estimado para este año, y considerando varios indicadores que muestran que la economía paraguaya mantiene una tendencia

¹ En el mes de agosto se promulgó la Ley N° 5.476 que establece normas de transparencia y defensa al usuario en la utilización de tarjetas de crédito y débito. El artículo 9° de la misma es uno de los más importantes y establece los intereses máximos aplicables por el uso de tarjeta de crédito, especificando que los mismos no podrán exceder tres veces el promedio de las tasas pasivas promedio vigentes en el mercado.



menos dinámica que la estimada inicialmente, se concluye que el déficit a fin de año será mayor al tope establecido en la LRF. Ante esta situación, hace un par de meses, el Equipo Económico anunció una serie de medidas para elevar los ingresos y contener los gastos sin afectar el crecimiento económico.

Por otra parte, al cierre de octubre el saldo total de la deuda pública era de US\$ 5.401 millones, equivalente al 18,1% del PIB estimado para este año. La misma está compuesta en un 72,4% por endeudamiento externo.



Fuente: Investor en base a datos de MH

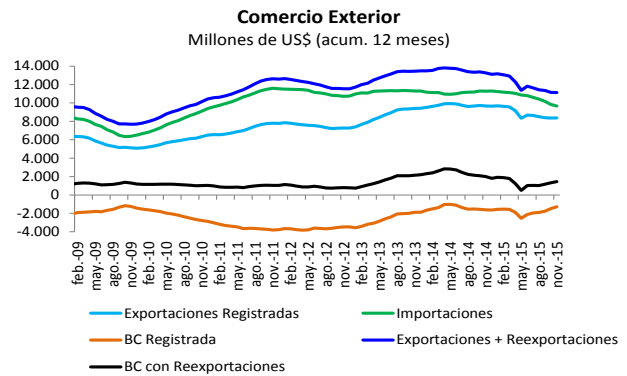
El Ministerio de Hacienda presentó ante el Congreso el proyecto de Presupuesto General de la Nación (PGN) para el 2016. El total de gastos presupuestado era de Gs. 66,221 billones. El mismo fue analizado en la Cámara de Diputados donde lo redujeron a Gs 66,208 billones. Posteriormente en Senadores elevaron el monto total a Gs. 66,383 billones, y con esto solo faltaría que el presidente promulgue la Ley de Presupuesto 2016.

SECTOR EXTERNO

BALANZA COMERCIAL

El comercio exterior se ha visto afectado en varias economías de Latinoamérica; la menor demanda de ciertos países que están atravesando fuertes crisis sumada a la caída de los precios de los commodities tuvieron un impacto negativo en las exportaciones.

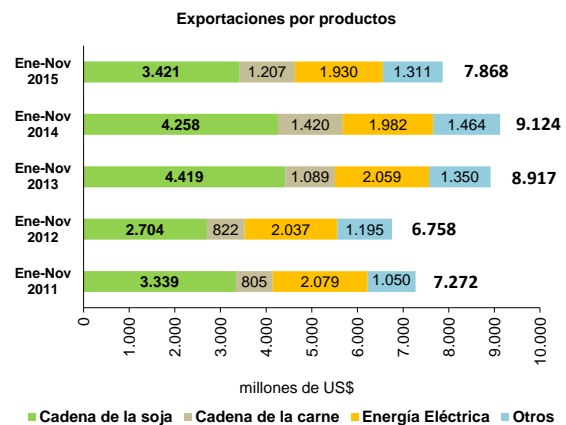
En el caso de los principales rubros de exportación de Paraguay, el efecto precio es mayor al de la caída de la demanda. En términos absolutos, de enero a noviembre la caída de las importaciones con respecto al mismo periodo de 2014 superó a la de las exportaciones, por lo tanto, el déficit de la balanza comercial (exportaciones menos importaciones registradas) es menor al de un año atrás, llegando a un nivel de US\$ -890 millones.



Fuente: Investor en base a datos de BCP

EXPORTACIONES

En el periodo de enero a noviembre de este año, las exportaciones totales alcanzaron los US\$ 7.868 millones, lo que representa una caída de 13,8% con respecto al mismo periodo de 2014.



Fuente: Investor en base a datos de BCP

En este periodo, se llevan exportadas 7,6 millones de toneladas de soja y subproductos (granos, harina, aceite) por un valor de US\$ 2.865 millones, 2 y 25% menos que un año atrás respectivamente. Analizando por productos vemos que se han exportado 4,6 millones de toneladas de granos de soja por un valor de US\$ 1.590 millones, cifra 31% menor a la de un año atrás. En cuanto a los subproductos, las exportaciones de aceite tuvieron un incremento del 12,6% en volumen, en tanto que para la harina el crecimiento fue de 2,3%. Los buenos resultados de la campaña de maíz hicieron que aumentaran sus exportaciones en 34% si se observan las cifras en toneladas, pero con precios muy por debajo de los de un año atrás.

Las exportaciones de carne vacuna al cierre de noviembre totalizaron 273 mil toneladas equivalentes a US\$ 1.067 millones, una caída de 3% en volumen y de 14% en valor con relación al mismo periodo del año 2014.

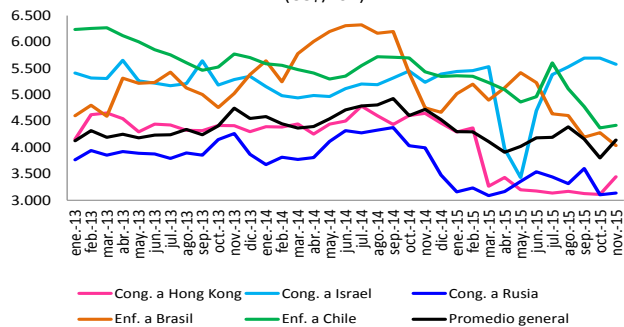
Analizando por tipo de carne, se exportaron 162 mil toneladas de carne congelada por un total de US\$ 595 millones, representando



bajas equivalentes al 11 y 23% respectivamente. Los precios promedio presentaron una disminución del 14% pasando de 4.262 a 3.662 US\$/Ton. Complicaciones en Rusia frenaron el crecimiento observado en los últimos meses en este rubro. Aun así, el mercado ruso se mantiene como el de mayor importancia para nuestro país, tanto en volumen como en el valor total.

Por otra parte, las exportaciones de carne enfriada mostraron mayor dinamismo, se enviaron 85 mil toneladas de carne enfriada, esto es 20% superior a lo exportado un año atrás; como los precios promedio bajaron de un valor de 5.646 a 5.006 US\$/Ton, el valor de lo enviado aumentó solo 7% alcanzando los US\$ 424 millones. El principal destino de este tipo de carne es Chile, a donde va el 70% del total.

Precios de exportación de carne vacuna (US\$/Ton)



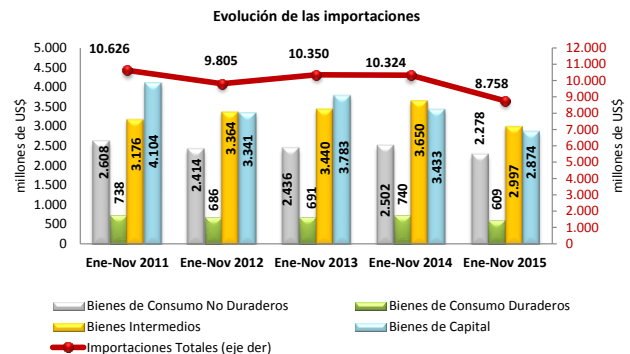
Fuente: Investor en base a datos de BCP

Por otra parte, las exportaciones no tradicionales, es decir de aquellos productos que años atrás no se exportaban, también muestran un menor desempeño. En el periodo de enero a noviembre las mismas totalizaron US\$ 1.067 millones, 10% menos que en el mismo periodo de 2014. Entre los principales productos que componen las exportaciones no tradicionales, y en los que el país ha desarrollado algunas ventajas competitivas, se encuentran los cables, las mantas, los envases de plástico y los medicamentos dosificados.

Parte importante de las exportaciones no tradicionales se realizan bajo el régimen de maquila que ha venido creciendo en los últimos 10 años, multiplicándose por más de doce entre los años 2005 y 2015. Pero, en el último año las industrias maquiladoras se están viendo afectadas por la retracción de la economía brasileña, considerando que alrededor del 80% de las mismas se destinan al MERCOSUR, principalmente Brasil y Argentina.

IMPORTACIONES

En cuanto a las importaciones, al cierre de noviembre las mismas alcanzaron los US\$ 8.758 millones, valor 15% menor que el del mismo periodo del año pasado. Las caídas se dan prácticamente en todos los rubros principales, las más importantes en los bienes intermedios (nafta, gas, gasoil), bienes de capital (maquinaria agrícola, máquinas de escritorio) y los bienes de consumo duradero (alimentos, bebidas)



Fuente: Investor en base a datos de BCP

TIPO DE CAMBIO

En lo que va del 2015, el tipo de cambio ha mostrado variaciones pero manteniendo la presión alcista. En el primer trimestre el guaraní era una de las monedas menos depreciadas frente al dólar, pero al cierre del semestre su comportamiento ya era más parecido a las monedas de la región.

En junio la cotización del dólar llegó a 5.200 Gs./US\$, valor que no alcanzaba desde marzo de 2009. A partir de agosto la suba del tipo de cambio fue más pronunciada y estuvo acompañada por una elevada volatilidad. En dicho mes, el dólar empezó a 5.170 y cerró a 5.400 Gs./US\$, la mayor variación mensual del año. Ante esta volatilidad, el Banco Central realizó ventas netas en el sistema financiero por un total de US\$ 291,7 millones (valor récord para un mes), intentando contener las variaciones bruscas en el tipo de cambio. En septiembre la cotización del dólar superó los 5.600 Gs., valor que no alcanzaba desde el año 2006, y se mantuvo en esos niveles hasta finales de octubre, mostrando un promedio de 5.637 Gs./US\$, el mayor del año. Luego, en los primeros días de noviembre, el tipo de cambio frenó levemente su aumento, pero días después reafirmó su tendencia al alza llegando a 5.680 Gs./US\$. Ya en diciembre, el dólar volvió a subir con fuerza, hasta el día 28 llegó a un máximo de 5.850 Gs./US\$ y mostró un promedio de 5.798 Gs./US\$.

En todos los meses el Banco Central realizó ventas netas de dólares en el sistema financiero para contener el tipo de cambio y evitar variaciones bruscas. Desde 1 de enero hasta el 25 de diciembre del 2015, las ventas netas totalizaron US\$ 1.539 millones, lo cual constituye un valor récord para un año.

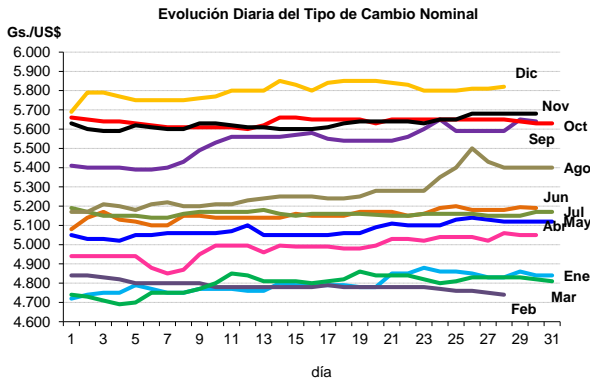
Los principales factores que vienen ejerciendo presiones alcistas sobre el tipo de cambio son:

- Caída en la cotización de los commodities agrícolas
- Menores ingresos por productos de exportación (soja y derivados, carne vacuna)
- Problemas económicos de socios comerciales (Argentina, Brasil, Rusia)
- Recuperación de Estados Unidos (suba de la tasa de interés)



- Mayor demanda de dólares por parte de los agentes que buscan posicionarse en dicha moneda debido a las expectativas de suba

Como se mencionó, en el año 2015 el BCP tuvo una fuerte presencia en el mercado cambiario, a través de la venta de dólares, sobre todo en el segundo semestre. Estas intervenciones se realizan utilizando dólares que provienen de las Reservas Internacionales que posee el país. Es importante considerar que los fondos provenientes de las emisiones internacionales de bonos soberanos ingresan a las Reservas Internacionales, constituyéndose en un adicional a los ingresos corrientes de divisas del Estado paraguayo². En el año 2016 el ingreso de divisas por emisión de estos bonos sería menor al del 2015, con lo cual la capacidad de intervención de la autoridad monetaria a través de estas Reservas Internacionales adicionales que debe esterilizar también sería inferior a la demostrada en 2015.



Fuente: Investor en base a datos de BCP

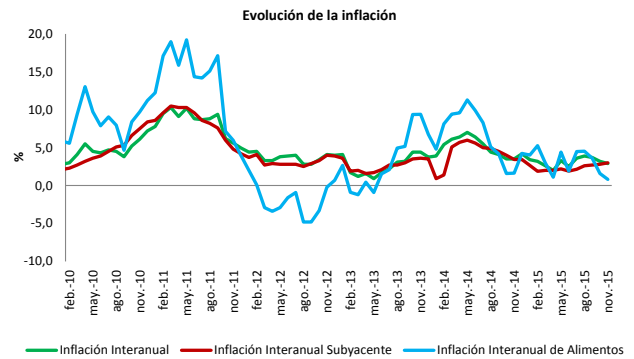
SECTOR MONETARIO Y FINANCIERO

MONETARIO

En el periodo de enero a noviembre de este año la inflación se mantuvo en niveles bajos, cerrando el undécimo mes con una inflación acumulada de 2,2% y la interanual en 2,9%³. En todo el año no se observaron presiones importantes para la suba de precios. Hubo meses de suba de precios en ciertos rubros como alimentos, bienes duraderos, servicios vinculados con alojamiento y turismo; pero también en varios meses se registraron caídas en los precios. El principal factor que podía haber provocado presiones inflacionarias era el tipo de cambio, pero finalmente no tuvo un impacto importante en los precios de la canasta básica.

Ante este escenario, considerando además el contexto externo y el desempeño de ciertos sectores a nivel local, en las reuniones de marzo, abril, junio y julio el Comité de Política Monetaria el Banco

Central redujo su tasa de política monetaria, llevándola desde los 6,75% vigentes en enero hasta 5,75% en el mes de julio, manteniéndola en ese nivel hasta el cierre del año.

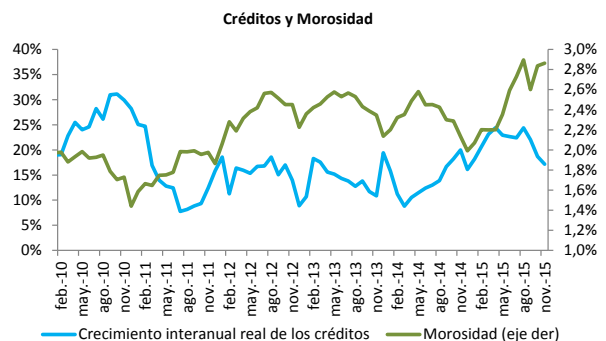


Fuente: Investor en base a datos de BCP

Por el lado de la demanda de dinero, a noviembre el crecimiento interanual del M1 (billetes y monedas en circulación más depósitos a la vista) fue de 3,1% en términos reales; muy por debajo del observado un año atrás que era de 10,4%. Por su parte, el saldo de las Letras de Regulación Monetaria al 23 de diciembre era de Gs. 4,3 billones, destacando que la última colocación fue a una tasa promedio de 6,16%.

FINANCIERO

Al cierre del mes de noviembre de 2015, los depósitos en el sistema financiero alcanzaron los Gs. 75,1 billones (unos US\$ 13.336 millones), lo cual supera en 14% al valor de un año atrás en términos nominales y 11% en términos reales. Por su parte, el saldo de créditos netos del sistema financiero (bancos y financieras) alcanzaba los Gs. 71,9 billones (unos US\$ 12.765 millones), esto es 21% superior al valor que se tenía un año atrás en términos nominales y 17% en términos reales.



Fuente: Investor en base a datos de BCP

² Las operaciones de esterilización realizadas por el BCP de estos ingresos del Tesoro público, se vieron, por esta razón, incrementadas por las emisiones de bonos de la Tesorería a nivel internacional. Al inicio de la depreciación del guaraní, el excedente no utilizado de bonos alcanzaba más o menos el mismo monto que a esta altura del 2015 ha dejado de ingresar por exportaciones. Por esta razón, las intervenciones del BCP al sustituir en el mercado el monto de divisas ingresado por exportaciones, tuvo como efecto secundario la reducción de la cantidad de guaraníes (M0) en la plaza local, reduciendo las presiones alcistas sobre el tipo de cambio.

³ El Banco Central continúa con su política monetaria de metas de inflación, que prioriza la contención de los precios y para este año fijó su meta de inflación en 4,5% ±2%.

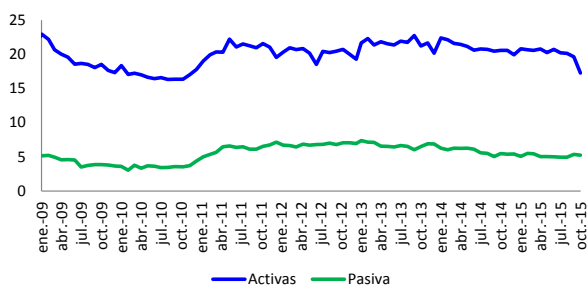


Luego del mostrarse a la baja en el segundo semestre de 2014, la morosidad promedio del sistema financiero ha aumentado en el 2015, alcanzando en noviembre los 2,9%. Los bancos registraron una morosidad de 2,7%, por encima del 2,0% registrado doce meses atrás, mientras que las financieras alcanzaron un 5,4%, superior al 4,5% de noviembre de 2014.

En cuanto a los indicadores del sistema bancario, los ratios de liquidez presentaron descensos respecto a noviembre de 2014, registrando una baja en la relación entre Disponibilidades y Depósitos de 43,3% a 40,5% y la de Disponibilidades y Pasivo de 34,0% a 31,3%. Los ratios de rentabilidad muestran valores similares a los de un año atrás, la relación entre Utilidades y Activo (ROA), es de 2,3% la de Utilidades y Patrimonio Neto (ROE) de 27,5%.

Con respecto a las tasas de interés, en octubre de 2015 el promedio ponderado de tasas de interés activas en moneda nacional fue de 17,3%, inferior al 20,6% registrado un año atrás, y al 19,9% de diciembre del 2014. Esta reducción en la tasa promedio se explica por la fuerte caída de las tasas de las tarjetas de crédito tras la entrada en vigencia de la Ley N° 5.476 que regula las mismas. Por su parte, el promedio de tasas pasivas en guaraníes fue de 5,3%, prácticamente igual al 5,5 y 5,4% de octubre y diciembre de 2014. En cuanto a las tasas en moneda extranjera, el promedio de tasas activas de octubre fue de 8,9%, superior al 8,0 y al 7,8% de octubre y diciembre de 2014. Por el lado de las tasas pasivas, el promedio en dólares tuvo un leve aumento interanual pasando de 2,5 a 2,9%.

Evolución del promedio ponderado de las tasas de interés
Moneda Nacional



Fuente: Investor en base a datos de BCP

PERSPECTIVAS

- Para la campaña sojera 2015/16 el “Niño” traerá buenos niveles de precipitación, pero se espera:
 - Variabilidad climática, con temperaturas extremas en ciertos momentos.
 - Precipitaciones severas con mucha irregularidad espacial. Granizo, tornados, tormentas severas.
- Los márgenes de los productores volverían a estar muy ajustados, ya que los precios internacionales seguirían a la baja y los costos no se han reducido en la misma magnitud.
 - Los productores podrían optar por eliminar los cultivos complementarios por la falta de aporte a

la rentabilidad de la parcela y el mayor riesgo que generan.

- Considerando el crecimiento esperado de la faena, los mayores envíos a Chile, el reingreso a la Unión Europea y la recuperación de ciertos mercados; las exportaciones de carne en volumen continuarían con un buen desempeño, aunque los precios se mantendrían relativamente bajos.
 - El objetivo inmediato sigue siendo acceder a mercados más competitivos. Teniendo en cuenta que Rusia sigue atravesando por una situación financiera difícil y probablemente seguirá con niveles de demanda bajos.
- Las fronteras seguirán influyendo en el comercio en general, con impactos vinculados a la caída en la actividad económica de Brasil y la depreciación de su moneda; así como a las decisiones y medidas que vaya tomando el nuevo gobierno argentino.
- La inflación se mantendría en niveles bajos, acordes a la meta del BCP (4,5% ± 2%).
- Considerando que en el 2016 la demanda y la oferta de dólares a nivel local serían similares a las del 2015 y que, la capacidad de intervención del Banco Central en el mercado cambiario estaría limitada por las menores Reservas Internacionales “adicionales”, en el 2016 el tipo de cambio Gs./US\$ seguiría con una fuerte presión al alza; cerrando el año en torno a los Gs./US\$ 6.320 (± 200) .
- Continúa observándose un problema de expectativas en los empresarios que viene frenando inversiones, esto podría revertirse mediante medidas claras y concretas por parte del gobierno.
 - Será de vital importancia que el Gobierno logre ejecutar las obras anunciadas de manera a dar un impulso a la economía.
- Considerando todo lo anterior, Investor estima que en el 2016 el PIB crecería en torno al 3,7%.

Proyección Investor	Resultado Año 2014	Proyección Año 2015	Proyección Año 2016
Crecimiento del PIB	4,4%	3,2%	3,7% ± 1%
Inflación anual	4,2%	3,0%	4,4% ± 1%
Tipo de Cambio de Cierre (Gs./US\$)	4.720	5.820	6.320 ± 200

Obs.: Los datos proyectados están en base a un modelo de estimación macroeconómica de Investor Economía. Las proyecciones se realizan en función a un escenario base que implica ausencia de shocks de oferta y/o demanda o reformas estructurales dentro de la economía.

investor Economía

Av. General Santos 179 esq. Concordia. Santos Parque de Oficinas, Oficina G4
Tel.: +595 (21) 212 060 - Asunción, Paraguay

www.investor.com.py