

21 de noviembre de 2025

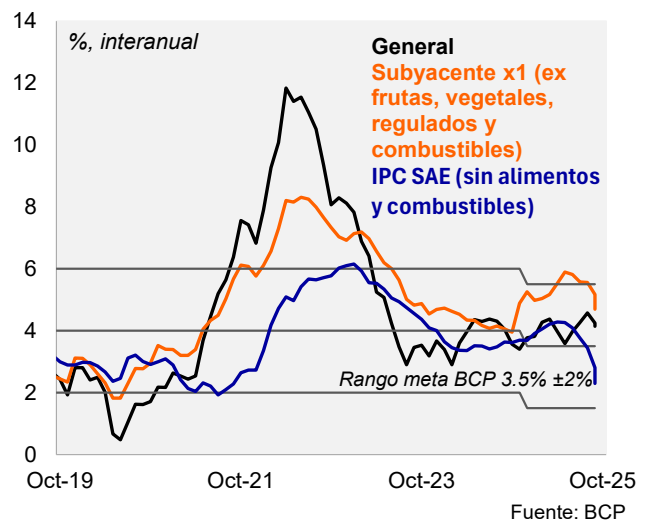
Riesgos al alza para el crecimiento

- ▶ Una serie de sorpresas deflacionarias nos llevó a revisar nuestra previsión de inflación para 2025 a 3,9%, desde 4,2% de nuestro escenario anterior. Seguimos previendo una inflación de 3,5% en 2026.
- ▶ Aunque mantuvimos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 en 5,0%, pero ahora vemos riesgos al alza. Mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2026 en 4,0%.

Nueva deflación mensual en octubre

Los precios al consumo cayeron 0,1% mensual en octubre, por debajo tanto de la mediana de la encuesta del banco central como de nuestra previsión, marcando la segunda sorpresa a la baja consecutiva. Las caídas del mes se concentraron en las hortalizas y legumbres, los precios de los combustibles y algunos bienes duraderos importados, dada la apreciación del guaraní frente al USD (aproximadamente un 12%) tras junio. Sin embargo, los aumentos de los precios de los alimentos, como la carne de res, los alimentos excepto frutas y verduras y las aves, compensaron en parte las reducciones. El IPC subyacente X1 (que excluye las frutas y verduras, los precios de los servicios regulados y los combustibles) se mantuvo estable en comparación con octubre. En términos interanuales, la inflación general cayó a 4,1% en octubre (desde 4,3% en septiembre), mientras que el IPC subyacente X1 disminuyó a 4,7% (desde 5,2% en septiembre). La inflación general acumulada en el año alcanzó 3,2%. Tanto la inflación general como el núcleo X1 se mantienen dentro del rango de tolerancia del objetivo de inflación del BCP (3,5% +/- 2%).

Inflación anual



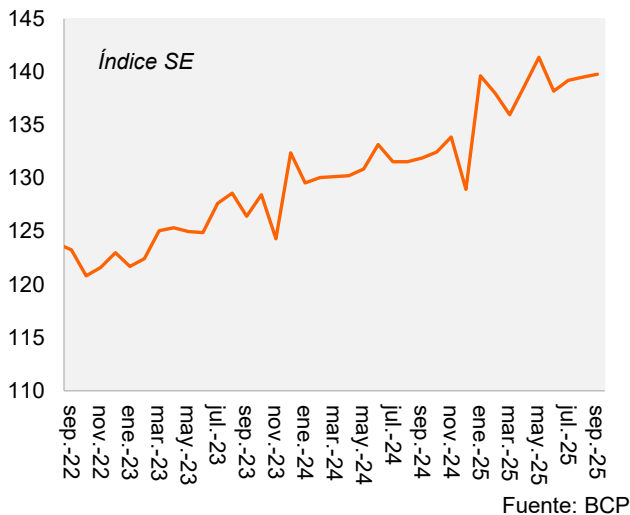
En octubre, el BCP mantuvo la tasa de política monetaria en 6,00% por decimonoveno mes consecutivo, tal como se esperaba. El comité reafirmó su compromiso con la estabilidad de precios y seguirá monitoreando de cerca los acontecimientos internos y externos, para anticipar sus posibles implicaciones en la inflación y tomar las medidas adecuadas para garantizar el cumplimiento del objetivo del 3,5% en el horizonte de la política monetaria. Estimamos que la tasa de política ex ante real se mantiene en 2,5%, cerca del límite superior del rango de tasas de interés reales neutrales del BCP, que se sitúa entre el 1,3% y el 2,6%.

La actividad sigue siendo sólida a pesar de una desaceleración marginal

El indicador mensual del PIB (IMAEP) aumentó 6,7% interanual en septiembre y 5,8% interanual en el tercer trimestre de 2025. Todos los sectores crecieron en el tercer trimestre de 2025, liderados por el sector

primario (con un aumento de 6,7% interanual), debido al aumento de la producción de maíz, trigo, arroz y algodón, mitigado por la disminución de la producción de soja. La industria manufacturera creció 6,6% interanual durante el periodo, mientras que el sector secundario se expandió 5,8% interanual, impulsado por el aumento de la distribución de energía. Los servicios aumentaron 5,5% interanual, impulsados por los efectos indirectos del ajuste macroeconómico en Argentina en los sectores del comercio y el turismo en Paraguay. En el margen, la actividad aumentó un 0,1% trimestral/desestacionalizado, por debajo del aumento del 1,1% registrado en el segundo trimestre de 2025, lo que deja un arrastre estadístico de 5,9%. Los datos de las cuentas nacionales del tercer trimestre de 2025, que se publicarán el 23 de diciembre, serán fundamentales para confirmar el arrastre estadístico.

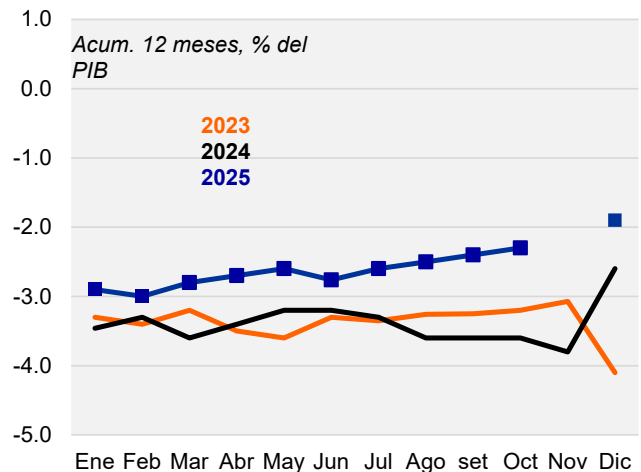
Indicador mensual de actividad



La consolidación fiscal sigue su curso

El déficit fiscal se redujo en octubre. El déficit fiscal acumulado en los últimos 12 meses cayó a 2,3% del PIB en octubre, frente a 2,4% del PIB en septiembre. Los ingresos fiscales reales aumentaron un 2,3% interanual en el trimestre que finalizó en octubre (3,1% interanual en el tercer trimestre de 2025). Además, el gasto primario real se redujo un 5,6% interanual en el trimestre que finalizó en octubre (-6,3% interanual en el tercer trimestre de 2025), impulsado por una disminución del gasto en bienes y servicios (-30,9% en el periodo). El presupuesto para 2026 fue aprobado por la Cámara Baja y ahora se está debatiendo en el Senado. El proyecto de ley de presupuesto prevé un déficit fiscal nominal del 1,5% del PIB para 2026, en consonancia con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

Resultado Fiscal Nominal



Fuente: Ministerio de Economía,

Menor inflación

Mantuvimos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2025 en 5,0%, ahora con riesgos al alza debido al elevado arrastre estadístico preliminar de los indicadores adelantados (5,9%). También mantuvimos nuestra previsión de crecimiento del PIB para 2026 en 4,0%.

La serie de sorpresas a la baja en la inflación nos llevó a revisar nuestra previsión de inflación para finales de 2025 de 4,2% a 3,9%. La apreciación del PYG alivió la presión sobre los precios de los productos comercializables, una tendencia que se espera que continúe en los próximos meses.

Mantuvimos nuestra previsión de la tasa de política monetaria para fin de año en 6,00%. La tasa de política monetaria ya se encuentra en el límite superior del rango neutral del BCP en términos reales ex ante. Aunque las expectativas de inflación para el horizonte de la política monetaria (18-24 meses) están ancladas, la actividad económica está creciendo muy por encima de su potencial (3,5%) y la liquidez en moneda local se encuentra en niveles mínimos. Esto introduce el riesgo de que las tasas aumenten con el tiempo.

Por último, proyectamos un déficit fiscal nominal del 1,9% del PIB en 2025 y del 1,5% en 2026, en consonancia con la Ley de Responsabilidad Fiscal. La gestión disciplinada de las cuentas fiscales respalda nuestra previsión.

**Andrés Pérez M.
Diego Ciongo
Soledad Castagna**

Paraguay | Proyección

	2020	2021	2022	2023	2024	2025P		2026P	
						Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica									
Crecimiento real del PIB - %	-0.8	4.0	0.2	5.0	4.2	5.0	5.0	4.0	4.0
PIB nominal - USD mil millones	35.4	39.9	41.9	43.1	44.5	48.6	48.4	55.1	55.0
Tasa de desempleo (prom. anual)	7.7	7.5	6.8	5.9	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
Inflación									
IPC - %	2.2	6.8	8.1	3.7	3.8	3.9	4.2	3.5	3.5
Tasa de interés									
Tasa de referencia - final del año - %	0.75	5.25	8.50	6.75	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
Balanza de pagos									
PYG/USD - final del período	6912	6877	7340	7275	7913	7150	7150	7200	7200
Balanza comercial - USD mil millones	1.5	1.0	-1.3	1.6	-0.5	-1.5	-1.5	0.5	0.5
Cuenta Corriente - % PIB	1.9	-1.1	-7.1	-0.4	-3.8	-4.0	-4.0	-1.8	-1.8
Inversión Extranjera Directa Neta - % PIB	0.4	0.5	1.7	0.8	0.8	1.5	1.5	2.0	2.0
Reservas Internacionales - USD mil millon	9.5	9.9	9.8	10.2	9.9	10.0	10.0	10.5	10.5
Finanzas públicas									
Resultado Nominal - % del PIB	-6.1	-3.6	-3.0	-4.1	-2.6	-1.9	-1.9	-1.5	-1.5
Deuda pública bruta - % del PIB	33.8	33.8	35.8	38.2	40.5	42.2	42.2	41.5	41.5

Fuente: FMI, Haver, Bloomberg, BCP, Itaú.

Estudio macroeconómico - Itaú

Mario Mesquita – Economista Jefe

Para acceder a nuestros informes por favor visite nuestro website:

<https://www.itaú.com.br/itaubba-pt/macroeconomic-analysis>

1. Este informe fue elaborado y publicado por el Departamento de Investigación Macroeconómica de Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este informe no es un producto del Departamento de Análisis de Acciones de Itaú Unibanco o Itaú Corretora de Valores SA y no debe considerarse como un informe de análisis a los efectos del artículo 1 de la Instrucción CVM 20/2021.
2. Este informe está destinado únicamente a proporcionar información macroeconómica y no constituye y no debe interpretarse como una oferta de compra o venta o como una solicitud de una oferta para comprar o vender cualquier instrumento financiero o para participar en una estrategia determinada de negocios en cualquier jurisdicción. La información contenida en este informe fue considerada razonable al momento de su publicación y se obtuvo de fuentes públicas que se consideraron confiables. Sin embargo, Itaú Unibanco no ofrece ninguna seguridad o garantía, ya sea expresa o implícita, en cuanto a la integridad, confiabilidad o exactitud de esta información. Este informe tampoco pretende ser una lista completa o resumida de los mercados o desarrollos que se abordan en él. Las opiniones, estimaciones y proyecciones expresadas en este informe reflejan la opinión actual del analista responsable del contenido de este informe en la fecha de su publicación y, por lo tanto, están sujetas a cambios sin previo aviso. Itaú Unibanco no tiene la obligación de actualizar, modificar o enmendar este informe e informar al lector.
3. Las opiniones expresadas en este informe reflejan con precisión, única y exclusivamente las visiones y opiniones personales del analista a cargo y fueron producidas de manera independiente e autónoma, incluso en relación con Itaú Unibanco, Itaú Corretora de Valores SA y otras compañías del grupo económico de Itaú Unibanco.
4. Este informe no puede reproducirse ni redistribuirse a ninguna otra persona, en su totalidad o en parte, para ningún propósito sin el consentimiento previo por escrito de Itaú Unibanco. Información adicional sobre los instrumentos financieros discutidos en este informe está disponible a pedido. Itaú Unibanco y / o cualquier otra compañía de su grupo económico no es responsable y no será responsable de ninguna decisión, inversión o de otro tipo, basada en los datos aquí divulgados.

Nota adicional: Este material no tiene en cuenta los objetivos específicos, la situación financiera o las necesidades de ningún cliente en particular. Los clientes deben obtener asesoramiento financiero, legal, contable, económico, crediticio y de mercado individual en función de sus objetivos y características personales antes de tomar cualquier decisión basada en la información aquí contenida. Al acceder a este material, usted reconoce que conoce las leyes de su jurisdicción con respecto a la provisión y venta de productos de servicios financieros. Usted reconoce que este material contiene información de propiedad exclusiva y acepta conservar esta información únicamente para su uso exclusivo. También confirma que comprende los riesgos relacionados con el mercado discutidos en este material.

Por consultas, sugerencias, quejas, críticas y cumplidos, comuníquese con el SAC de Itaú: 0800 728 0728. O contáctenos a través de nuestro portal <https://www.itaui.com.br/atenda-itaui/para-voce/>. Si no está satisfecho con la solución propuesta, comuníquese con el Defensor del Pueblo Corporativo de Itaú: 0800 570 0011 (de lunes a viernes de 9.00 a 18.00 hs.) o a nuestro correo postal a 67.600, São Paulo-SP, CEP 03162-971. Deficientes auditivos, todos los días, las 24h, al 0800 722 1722.