

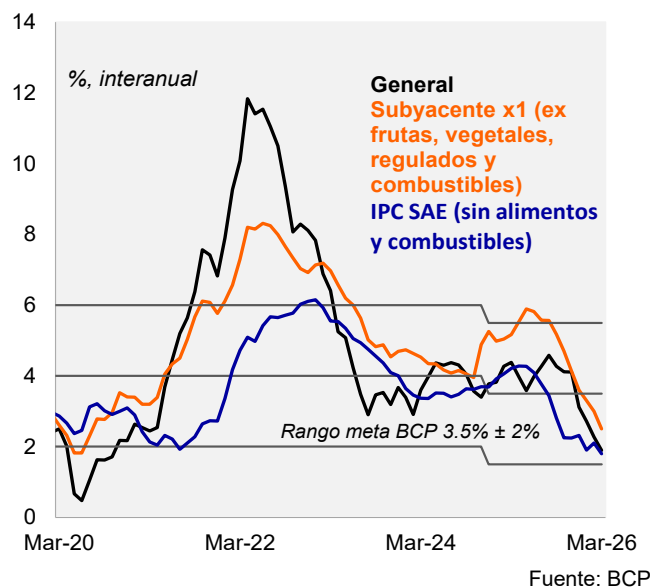
## La dinámica de crecimiento sigue siendo positiva

- ▶ Tras crecer 6,6% en 2025, mantenemos sin cambios nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026 en 4,0%, respaldada por una cosecha récord de soja y un arrastre estadístico favorable.
- ▶ La inflación de marzo se aceleró en un contexto de mayores precios del petróleo asociados al conflicto en Medio Oriente. Mantenemos nuestra proyección de inflación a diciembre de 2026 en 3,5%, sustentada por un guaraní fuerte y dinámicas benignas de inflación núcleo. No obstante, los riesgos al alza han aumentado dado un entorno externo más incierto.
- ▶ Nuestra proyección para la tasa de política monetaria a diciembre de 2026 se mantiene en 5,50%. La evolución de los precios del petróleo y su impacto sobre la inflación y las expectativas será clave para las futuras decisiones del BCP

## Mayor inflación impulsada por los precios del petróleo

**El IPC aumentó 0,8% mensual en marzo.** La sorpresa al alza estuvo explicada principalmente por un fuerte ajuste en los precios de los combustibles (+9,8% mensual), que aportó 0,6 p.p. a la inflación mensual. Los precios de los alimentos subieron 0,6% mensual, impulsados sobre todo por frutas y verduras, que treparon 4,5% mensual y contribuyeron 0,2 p.p. a la inflación general. Los precios de los servicios registraron un aumento moderado de 0,1% mensual. Estas presiones fueron parcialmente compensadas por los bienes durables (-0,6% mensual), reflejando el impacto desinflacionario de un PYG fuerte. De manera relevante, la inflación subyacente X1 (excluye frutas y verduras, servicios regulados y combustibles) se mantuvo en 0,0% mensual, una marcada desaceleración desde 0,5% mensual un año atrás, lo que refuerza la visión de que las presiones inflacionarias subyacentes siguen contenidas. En términos interanuales, la inflación general se desaceleró a 1,9% en marzo, desde 2,3% en febrero, mientras que la inflación subyacente X1 bajó a 2,5%, desde 3,0% el mes previo. Ambas medidas se mantienen cómodamente dentro del rango meta del BCP (3,5%  $\pm$  2%), subrayando la credibilidad del proceso desinflacionario.

## Inflación anual

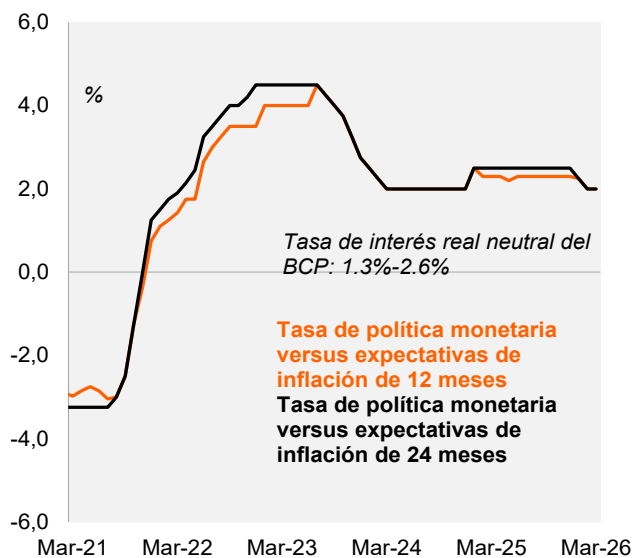


## El BCP pausa el ciclo de relajación en un contexto de riesgos geopolíticos

**En su reunión de marzo, el BCP mantuvo de manera unánime la tasa de política monetaria en 5,50%, sosteniendo una postura neutral.** La decisión estuvo en línea con nuestras expectativas y siguió a dos recortes consecutivos de 25 pb en enero y febrero. La pausa refleja la mayor incertidumbre derivada del conflicto en Medio Oriente y su impacto sobre los precios globales de la energía. Los riesgos externos

siguen concentrados en la dinámica del petróleo y su traslado a la inflación doméstica. Estimamos la tasa real ex-ante a un año en 2,0%, dentro del rango neutral del BCP (1,3%–2,6%).

### Tasa de interés real ex-ante

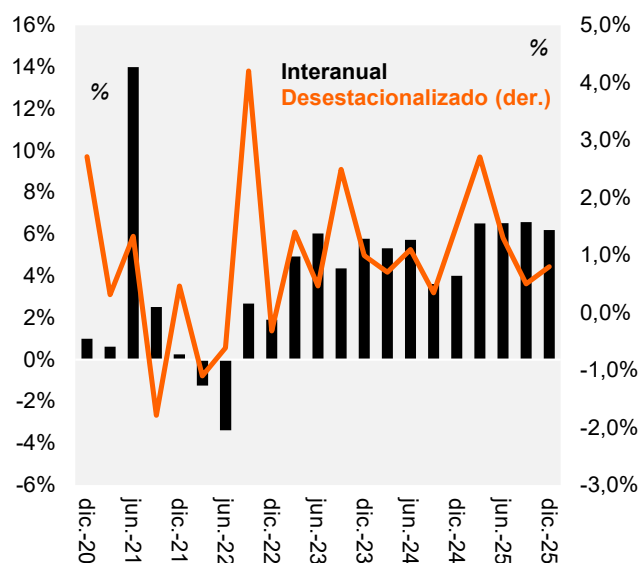


## Fuerte crecimiento en 2025 y sólido inicio de 2026

**El PIB creció un robusto 6,6% en 2025.** El crecimiento se moderó levemente a 6,2% interanual en 4T25, desde 6,7% en 3T25, aunque se mantuvo ampliamente difundido. La agricultura (+20,8%) y la generación eléctrica (+13,2%) lideraron el crecimiento, apoyadas por mayores niveles de agua en el río Paraná. Los servicios crecieron 5,7% interanual, la construcción 4,3%, la ganadería 3,9% y la industria manufacturera 3,7%. En términos secuenciales, el PIB ajustado por estacionalidad aumentó 0,8% trimestral en 4T25, lo que implica un arrastre estadístico de 1,2% para 2026.

**El indicador mensual de actividad (IMAEP) rebotó 2,1% mensual/desestacionalizado en enero, tras la contracción de diciembre.** En términos interanuales, la actividad creció 0,9%, afectada por efectos base. El desempeño sectorial fue mixto: el sector primario se expandió 2,5%; los servicios crecieron 2,3%, liderados por la intermediación financiera; mientras que el sector secundario cayó 1,4%, reflejando una menor generación de energía. La industria manufacturera retrocedió 0,6%.

### PIB



## El déficit fiscal se estabiliza en 2,0% del PIB

**El déficit fiscal acumulado en 12 meses se ubicó en 2,0% del PIB en febrero, sin cambios desde noviembre.** En el trimestre cerrado en febrero, los ingresos tributarios reales cayeron 8,2% interanual, explicados por una menor recaudación impositiva (-3,5%) y una caída de los ingresos no tributarios, en particular de las regalías binacionales, afectadas por la apreciación del PYG. Por el lado del gasto, este cayó 3,0% interanual en el trimestre móvil, principalmente debido a una contracción de 23,1% en bienes y servicios. El presupuesto 2026 apunta a un déficit nominal de 1,5% del PIB, en línea con la Ley de Responsabilidad Fiscal.

## Todas las miradas puestas en el shock petrolero

**Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB para 2026 en 4,0%, apoyada en el arrastre estadístico y en una cosecha récord de soja.** El consumo privado debería seguir siendo el principal motor del crecimiento, beneficiándose de efectos positivos desde Argentina. Sin embargo, el conflicto en Medio Oriente plantea claros riesgos a la baja: mayores precios de los combustibles probablemente afecten el consumo, mientras que mayores importaciones de combustibles presionarían las cuentas externas si los precios se mantienen altos.

**Seguimos esperando que la inflación cierre 2026 en 3,5%, en línea con la meta del BCP.** Aun así, los riesgos están sesgados al alza dado el aumento del Brent y sus probables efectos de segunda ronda. No obstante, las dinámicas núcleo benignas sostienen nuestro escenario base, por lo que esperamos que la tasa de política se mantenga en 5,50%.

**La condición de Paraguay como importador neto de combustibles (USD 1.800 millones en 2025) deja a las cuentas externas expuestas a shocks petroleros.** Ahora proyectamos un déficit comercial de USD 1.400 millones en 2026, frente a USD 500 millones en nuestro escenario previo, a pesar de la expectativa de una cosecha récord de soja.

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

## Paraguay | Proyección

	2022	2023	2024	2025P		2026P		2027P	
				Actual	Anterior	Actual	Anterior	Actual	Anterior
<b>Actividad económica</b>									
Crecimiento real del PIB - %	0,2	5,0	4,2	<b>6,6</b>	-	<b>4,0</b>	4,0	<b>4,0</b>	4,0
PIB nominal - USD mil millones	41,9	43,1	44,5	<b>50,1</b>	-	<b>60,3</b>	60,1	<b>64,7</b>	64,5
Tasa de desempleo (prom. anual)	6,8	5,9	5,8	<b>7,5</b>	-	<b>7,5</b>	7,5	<b>7,5</b>	7,5
<b>Inflación</b>									
IPC - %	8,1	3,7	3,8	3,1	-	<b>3,5</b>	3,5	<b>3,5</b>	3,5
<b>Tasa de interés</b>									
Tasa de referencia - final del año - %	8,50	6,75	6,00	6,00	-	<b>5,50</b>	5,25	<b>5,50</b>	5,00
<b>Balanza de pagos</b>									
PYG/USD - final del período	7340	7275	7913	6598	-	<b>6650</b>	6650	<b>6650</b>	6650
Balanza comercial - USD mil millones	-1,3	1,6	-0,5	-1,4	-	<b>-1,4</b>	-0,5	<b>-1,0</b>	-0,5
Cuenta Corriente - % PIB	-7,1	-0,4	-3,8	<b>-3,2</b>	-	<b>-3,2</b>	-2,5	<b>-2,8</b>	-2,5
Inversión Extranjera Directa Neta - % PIB	1,7	0,8	0,8	<b>1,9</b>	-	<b>2,0</b>	2,0	<b>2,0</b>	2,0
Reservas Internacionales - USD mil millon	9,8	10,2	9,9	11,0	-	<b>11,5</b>	10,5	<b>12,0</b>	11,0
<b>Finanzas públicas</b>									
Resultado Nominal - % del PIB	-3,0	-4,1	-2,6	-2,0	-	<b>-1,5</b>	-1,5	<b>-1,5</b>	-1,5
Deuda pública bruta - % del PIB	35,8	38,2	40,5	<b>42,2</b>	42,2	<b>41,5</b>	41,5	<b>40,3</b>	40,3

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.itaubba.com.br/itaubba-pt/macroeconomic-analysis>

## Información relevante

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.itaubr.com.br/atenda-itaubr/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.