

7 de julio de 2026

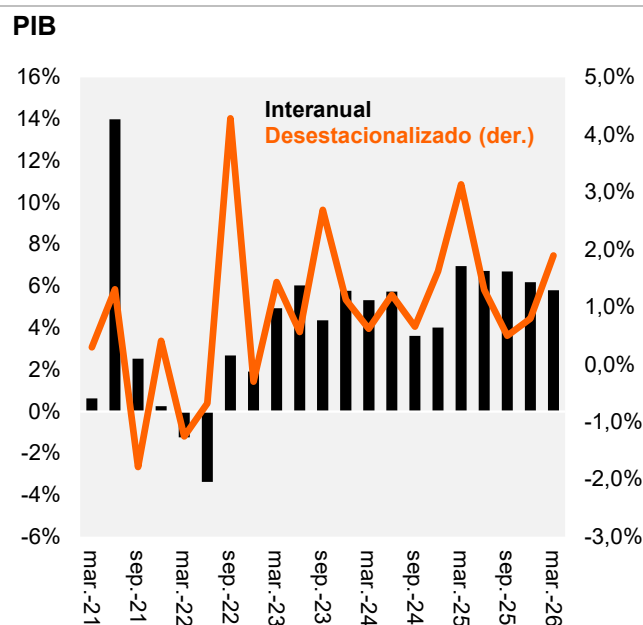
Un panorama inflacionario más benigno

- **Nuestra proyección base de crecimiento del PIB de 4,0% para 2026 está sujeta a riesgos al alza, impulsados principalmente por una perspectiva favorable para el sector agrícola.** Se espera que una sólida cosecha de soja respalde el desempeño de las exportaciones y genere efectos de segunda ronda positivos sobre los sectores de servicios e industria, contribuyendo a sostener la demanda agregada.
- **Revisamos nuestra proyección de inflación para cierre de 2026 a 3,5% desde 4,0% en nuestro escenario anterior, reflejando una sucesión de registros de inflación inferiores a lo esperado y una inflación acumulada moderada hasta junio.** Las sorpresas recientes a la baja, apoyadas por la fortaleza del tipo de cambio y la caída de los precios de los combustibles, sugieren una dinámica inflacionaria más débil en el corto plazo. No obstante, cierta persistencia en la inflación de alimentos y servicios debería impedir un proceso de desinflación más pronunciado, por lo que esperamos una convergencia gradual hacia nuestra nueva proyección.
- **Esperamos que la tasa de política monetaria permanezca en 5,50% durante todo 2026, con riesgos más equilibrados.** Por un lado, el sólido crecimiento económico podría mantener firmes las condiciones de demanda interna. Por otro, una secuencia de registros de inflación por debajo de lo esperado, la fortaleza de la moneda y la reducción de los precios de los combustibles apuntan a menores presiones inflacionarias. Como resultado, es probable que el BCP mantenga una postura de espera cómoda mientras evalúa si la reciente tendencia de desinflación resulta sostenible.

La sólida expansión del PIB continúa

El PIB creció 5,8% interanual en el primer trimestre de 2026, moderándose levemente desde el 6,2% registrado en el cuarto trimestre de 2025, con un desempeño sólido y generalizado entre sectores, particularmente en servicios, manufactura y agricultura. En términos desestacionalizados, la actividad avanzó 1,9% trimestral, lo que implica un arrastre estadístico de 3,1% para 2026.

Por el lado de la demanda, el crecimiento anual se moderó (4,8% interanual frente a 6,7% en el cuarto trimestre de 2025), impulsado principalmente por el consumo, mientras que la inversión ganó tracción (+3,7% interanual). La demanda externa mejoró, con exportaciones acelerándose a 3,1% interanual gracias a mayores envíos de soja y productos industriales, parcialmente compensados por menores reexportaciones y exportaciones de carne. Las importaciones aumentaron apenas 0,3% interanual, reflejando un panorama más mixto de la demanda interna.



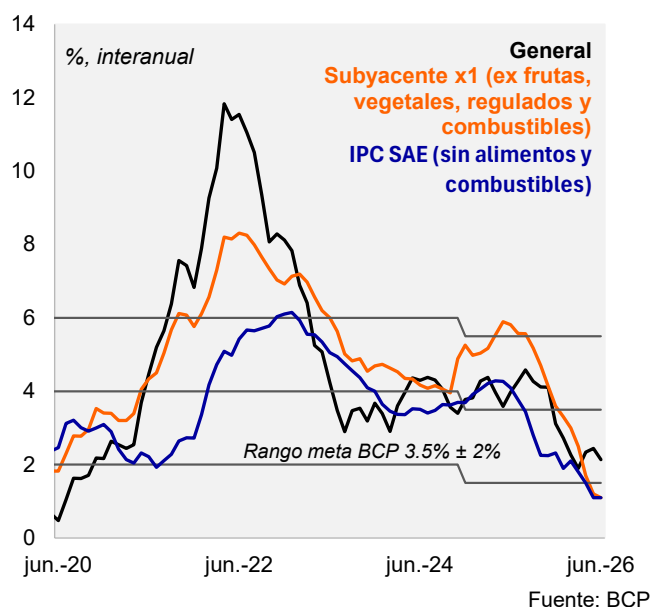
Fuente: BCP, Itaú

La desinflación se vuelve más generalizada

Aunque la actividad sigue mostrando un desempeño superior a lo esperado, el panorama inflacionario luce favorable, probablemente reflejando los efectos de la apreciación de la moneda. De hecho, la inflación general cayó 0,3% mensual en junio, impulsada principalmente por menores precios de frutas y verduras, carnes, combustibles y bienes durables. La inflación de servicios se mantuvo positiva, aunque moderada, compensando parcialmente la caída en los precios de bienes.

Las medidas de inflación subyacente también mostraron moderación, con el IPC X1 registrando una caída de 0,1% mensual, lo que sugiere que las presiones desinflacionarias se han vuelto más amplias. En términos interanuales, la inflación general se desaceleró a 2,1% desde 2,4% en mayo, mientras que la inflación subyacente X1 bajó a 1,1%. La inflación continúa cómodamente dentro del rango de tolerancia de la meta del BCP, mientras que las medidas subyacentes se mantienen cerca del límite inferior, indicando presiones de precios contenidas. Los indicadores secuenciales también reforzaron la narrativa de desinflación, con la inflación anualizada a tres meses desacelerándose a 3,1% desde 4,4% en mayo.

Inflación

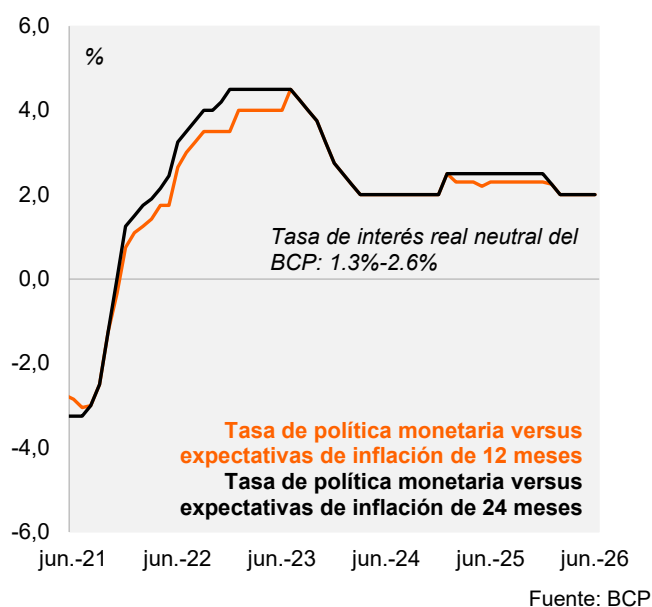


BCP vuelve a mantener la tasa ante crecimiento sólido e inflación anclada

En su reunión de junio, el BCP decidió por unanimidad mantener la tasa de política monetaria en 5,50% por cuarto mes consecutivo, preservando una postura neutral. El Comité destacó el sólido dinamismo económico, consistente con un crecimiento del PIB de 4,2% en 2026, mientras que la inflación continúa explicada principalmente por componentes volátiles, con presiones subyacentes contenidas y expectativas ancladas en 3,5%.

Hacia adelante, si bien los menores precios del petróleo ayudan al panorama inflacionario, persisten riesgos externos, incluyendo un posible endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal. Por ello, el BCP continuará con una estrategia dependiente de los datos para asegurar la convergencia de la inflación hacia la meta. Estimamos que la tasa de interés real ex ante a un año se ubica en torno a 2,0%, dentro del rango neutral estimado por el BCP (1,3%-2,6%).

Tasa de interés real ex-ante



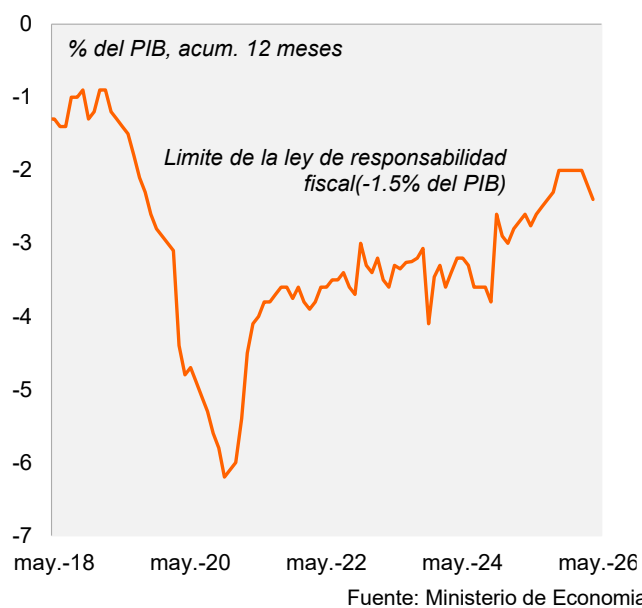
El déficit fiscal se amplía y surgen riesgos para la consolidación

El déficit fiscal acumulado en doce meses se amplió a 2,4% del PIB en mayo, desde 2,0% del PIB al cierre de 2025. En el trimestre finalizado en mayo, la recaudación tributaria real aumentó 1,9% interanual, mejorando respecto a la contracción de 3,7% observada en el primer trimestre de 2026. En términos reales, la recaudación creció 3,6% interanual en el mismo período, frente a 0,9% en el primer trimestre.

Por el lado del gasto, el gasto primario real se aceleró a 9,6% interanual, impulsado principalmente por un fuerte, aunque transitorio, aumento en bienes y servicios (+74,5% interanual). El mayor déficit refleja una combinación de ingresos aún débiles — particularmente por menores ingresos no tributarios y el impacto de la apreciación cambiaria sobre las recaudaciones vinculadas al sector externo— junto con una marcada aceleración del gasto, asociada en parte a la normalización de atrasos y mayores gastos corrientes.

En este contexto, la declaración final de la misión del Artículo IV del FMI enfatizó la necesidad de reforzar los esfuerzos para asegurar la convergencia hacia el ancla de déficit nominal de 1,5% del PIB. De acuerdo con el FMI, en ausencia de una recuperación más significativa de los ingresos o de un mayor control del gasto durante el segundo semestre de 2026, las tendencias actuales apuntan a riesgos a la baja para la trayectoria fiscal.

Resultado fiscal



Crecimiento sólido, inflación contenida y política monetaria sin cambios

Vemos riesgos al alza para nuestra proyección de crecimiento del PIB de 4,0% en 2026, impulsados principalmente por un panorama agrícola favorable, que debería seguir siendo el principal motor de la actividad. Las perspectivas positivas para los cultivos —

especialmente la soja— probablemente apoyen las exportaciones y generen efectos de derrame positivos sobre los sectores de servicios e industria, sosteniendo el dinamismo económico. De todas formas, seguiremos monitoreando los indicadores de alta frecuencia de mayo para evaluar si las dinámicas recientes sugieren un mayor potencial de crecimiento.

Ahora esperamos que la inflación cierre 2026 en 3,5%, por debajo de nuestra proyección anterior de 4,0%. La revisión refleja una serie de registros inflacionarios más bajos de lo esperado en los últimos meses, resultando en una inflación acumulada moderada hasta junio. La fortaleza cambiaria y las primeras caídas en los precios administrados de los combustibles deberían seguir favoreciendo una dinámica inflacionaria benigna en el corto plazo. Si bien los precios de alimentos y servicios mantienen cierta persistencia, creemos que el balance de riesgos se ha desplazado hacia un resultado de inflación más bajo.

Esperamos que la tasa de política monetaria permanezca en 5,50% durante todo 2026. La reciente moderación de la inflación, junto con expectativas bien ancladas, respalda una pausa prolongada por parte del BCP. Aunque una actividad económica más fuerte podría sostener una brecha de producto positiva, el actual contexto inflacionario reduce la necesidad de un mayor ajuste monetario. Si las tendencias desinflacionarias persisten, los riesgos para nuestro escenario base podrían desplazarse gradualmente hacia una postura monetaria más acomodaticia.

Un eventual episodio de El Niño representa un riesgo a la baja para el panorama de 2027, ya que podría afectar la actividad económica —especialmente la cosecha de soja y la construcción— debido a lluvias excesivas. En materia de inflación, los riesgos están sesgados al alza a través de mayores precios de alimentos, dado que las inundaciones podrían afectar la oferta ganadera y agrícola. Sin embargo, la incertidumbre sigue siendo elevada, por lo que mantenemos nuestro escenario base sin cambios.

Andrés Pérez M.
Diego Ciongo
Soledad Castagna

Paraguay | Proyección

	2022	2023	2024	2025	2026P		2027P	
					Actual	Anterior	Actual	Anterior
Actividad económica								
Crecimiento real del PIB - %	0,0	5,3	4,7	6,6	4,0	4,0	4,0	4,0
PIB nominal - USD mil millones	41,8	43,1	44,7	50,6	63,5	63,6	67,1	67,5
Tasa de desempleo (prom. anual)	6,8	5,9	5,8	4,8	4,8	4,8	4,8	4,8
Inflación								
IPC - %	8,1	3,7	3,8	3,1	3,5	4,0	3,5	3,5
Tasa de interés								
Tasa de referencia - final del año - %	8,50	6,75	6,00	6,00	5,50	5,50	5,50	5,50
Balanza de pagos								
PYG/USD - final del período	7340	7275	7913	6598	6450	6450	6500	6500
Balanza comercial - USD mil millones	-1,3	1,3	-0,6	-1,5	-1,4	-1,4	-1,0	-1,0
Cuenta Corriente - % PIB	-7,1	-0,4	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2	-2,8	-2,8
Inversión Extranjera Directa Neta - % PIB	2,3	1,9	2,1	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Reservas Internacionales - USD mil millón	9,8	10,2	9,9	11,0	11,5	11,5	12,0	12,0
Finanzas públicas								
Resultado Nominal - % del PIB	-3,0	-4,1	-2,6	-2,0	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5
Deuda pública bruta - % del PIB	35,9	38,4	40,0	41,1	40,0	40,0	38,3	38,3

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

Estudio macroeconómico - Itaú

Diogo Guillen – 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.itaubba.com.br/atenda-itaubba-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.