



Informe de **POLÍTICA MONETARIA (IPoM)**



Junio, 2025

BANCO CENTRAL DEL PARAGUAY

Federación Rusa y Augusto Roa Bastos

www.bcp.gov.py

Asunción - Paraguay





Contenido

Política Monetaria en Paraguay	3
Resumen Ejecutivo	5
Decisiones de Política Monetaria.....	9
I. Entorno Internacional y Regional.....	11
II. Mercados Financieros.....	19
Política Monetaria	19
Condiciones Financieras	20
Mercado Bursátil	22
Tipo de Cambio.....	23
III. Escenario Doméstico	24
Actividad y demanda	24
Inflación	29
Cuenta Corriente	33
Finanzas Públicas.....	34
IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos	35
Escenario base de proyección	35
Proyecciones de inflación	39
Escenarios de Riesgo.....	39
Recuadro I: Traspaso de los precios internacionales del petróleo a la inflación en Paraguay	41
Recuadro II: Consideraciones conceptuales y metodológicas sobre la reciente medición de la economía subterránea en Paraguay.....	47



Política Monetaria en Paraguay

Esquema de Política Monetaria

El Banco Central del Paraguay (BCP) conduce su política monetaria bajo un “Esquema de Metas de Inflación”, oficialmente desde mayo de 2011. Este esquema requiere un compromiso público por parte de las autoridades monetarias en alcanzar una meta explícita de inflación dentro de un horizonte de política monetaria.

- **Objetivo**

Bajo el Esquema de Metas de Inflación, el principal objetivo de la política monetaria, de conformidad a la Ley No. 6104, que modifica y amplía la Ley No. 489/95 “Orgánica del Banco Central del Paraguay”, es preservar y velar por la estabilidad del valor de la moneda, proveyendo un marco de previsibilidad nominal para la economía paraguaya, sobre el cual los agentes económicos puedan basar sus decisiones de consumo e inversión. Además, el BCP tiene como objetivo promover la eficacia, integridad y estabilidad del sistema financiero.

- **Meta de inflación**

La inflación, medida por la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC), establecida como meta es del 3,5%, con un rango de tolerancia de +/- 2 puntos porcentuales. Este rango permite que la inflación fluctúe alrededor de la meta, considerando la exposición de la economía paraguaya a choques exógenos, dada su condición de economía pequeña y abierta.

- **Instrumento de política monetaria**

Para la implementación de este esquema, el BCP utiliza como instrumento la tasa de política monetaria (TPM), a través de la cual influye inicialmente en la liquidez y las tasas de interés del mercado, que pueden afectar parte de la actividad económica e incidir en la inflación, por medio de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

- **Horizonte de política monetaria**

El horizonte de política monetaria es el periodo de tiempo durante el cual se manifiestan los efectos de un cambio en la TPM sobre la economía, a través de los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

De acuerdo con investigaciones realizadas por el BCP, se estima que el horizonte de política monetaria se ubica entre 18 y 24 meses, independiente del año calendario.



Proceso de toma de decisiones

El Comité de Política Monetaria (CPM) es el encargado de decidir el nivel de la TPM. El CPM se reúne mensualmente para analizar la coyuntura económica nacional y externa, la evolución de la inflación dentro del horizonte relevante de política y los riesgos de posibles desvíos respecto al objetivo. Si como resultado de esta evaluación se concluye que existen riesgos elevados de que la inflación se desvíe significativamente de la meta en el horizonte de política, el Comité realizará un ajuste en la TPM.

Transparencia y Comunicación

A fin de mantener la transparencia en sus decisiones, el CPM programa sus reuniones, cuyas fechas están publicadas con antelación en un calendario anual. Luego de cada reunión, se divulga un comunicado de prensa informando sobre la decisión adoptada y sus fundamentos. Asimismo, el último día hábil de cada mes, se difunden las minutas, donde se presentan más detalladamente los indicadores de coyuntura analizados en el CPM. Además, se publica trimestralmente el Informe de Política Monetaria (IPoM).

Objetivos del Informe de Política Monetaria

El IPoM tiene los siguientes objetivos principales:

- i) Comunicar detalladamente a los agentes económicos la visión del BCP sobre la evolución reciente y esperada de la inflación y sus implicancias para la conducción de la política monetaria;
- ii) Dar a conocer el marco de análisis para la formulación de la política monetaria;
- iii) Proporcionar información para la formación de las expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y de la actividad económica.



Resumen Ejecutivo

Economía internacional y regional

El pronóstico de crecimiento económico mundial para 2025 se ha moderado en un contexto de creciente incertidumbre derivada de las tensiones geopolíticas y comerciales. La proyección de crecimiento mundial se ajustó de 2,9% a 2,6%, explicado principalmente por una revisión a la baja en la proyección para Estados Unidos. La inflación global ha continuado descendiendo, debido en parte a la caída de los precios de la energía. Frente a la incertidumbre económica, las decisiones de política monetaria sobre la tasa referencial han sido dispares. Los precios internacionales de los *commodities* agrícolas han mostrado un comportamiento mixto, con alzas en los precios de la soja y reducciones en los precios del trigo y el maíz. En cuanto al precio del petróleo, se ha observado una caída, reflejando expectativas de menor demanda global y un panorama más favorable por el lado de la oferta.

En Estados Unidos, la actividad económica se ha debilitado debido a la incertidumbre en torno a las políticas. El PIB se contrajo 0,5% en términos trimestrales anualizados en el primer trimestre. En este contexto, la proyección de crecimiento se revisó de 2,0% a 1,5%. La inflación se ha estabilizado por encima de la meta del 2%. Por su parte, la Reserva Federal decidió mantener el rango objetivo para la tasa de interés de los fondos federales en 4,25%-4,5%. Para el resto del año se prevé un recorte de 50 puntos básicos, en tanto que para el 2026 la senda prevista es más gradual con relación a la del IPOM anterior. En los mercados financieros, las tasas de interés de largo plazo aumentaron debido a preocupaciones fiscales y a una menor demanda externa por activos en dólares, mientras que el dólar ha seguido debilitándose frente a otras monedas.

En la Eurozona y China, el crecimiento superó las expectativas en el primer trimestre. En la Eurozona, la expansión del PIB fue explicada principalmente por la inversión. La inflación ha continuado moderándose, lo que permitió al Banco Central Europeo (BCE) avanzar con su proceso de flexibilización monetaria en el segundo trimestre y anticipar el cierre del ciclo monetario actual. En China, el crecimiento estuvo impulsado por el consumo interno y las exportaciones. El Banco Popular de China implementó una serie de medidas para estimular el crédito, entre las que se destacan los recortes en las tasas de interés referenciales. Sin embargo, las presiones deflacionarias persisten en un escenario en el que la confianza del consumidor se mantiene débil.

En Brasil, el pronóstico de crecimiento fue ajustado al alza, en un contexto de inflación y tasas de interés aún elevadas. En el primer trimestre de 2025, el PIB creció 2,9% interanual, impulsado por el dinamismo del sector agropecuario y el aumento de la inversión. La proyección de crecimiento para este año fue revisada al alza, de 2,0% a 2,3%. Si bien la inflación se ha moderado en el margen, continúa en niveles altos. En este contexto, el Copom incrementó la tasa Selic en 75 puntos base durante el segundo trimestre, situándola en 15%, y anunció una pausa en el ciclo de ajuste monetario, anticipando que mantendría la tasa referencial en niveles restrictivos por un tiempo prolongado.

En Argentina, se proyecta también un crecimiento mayor al previsto anteriormente, al tiempo que la inflación ha continuado desacelerándose. La actividad económica ha seguido recuperándose durante el primer trimestre de 2025, con un crecimiento interanual del PIB de 5,8%. Esto motivó una revisión al alza de la proyección de crecimiento anual, de 4,5% a 5,0%. En abril, el gobierno inició la tercera fase del programa económico, que incluyó medidas de flexibilización cambiaria, la adopción de un



esquema de flotación del tipo de cambio entre bandas y el fortalecimiento del régimen monetario. En este marco, la inflación mensual volvió a desacelerarse desde abril, las expectativas de inflación se ajustaron a la baja y la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo prácticamente se cerró.

Coyuntura doméstica y política monetaria

La actividad económica y la demanda interna mantuvieron una dinámica favorable durante el primer trimestre del 2025. En este periodo, el PIB creció 5,9% en términos interanuales, impulsado principalmente por el desempeño positivo de los servicios, las manufacturas, la construcción, la generación de energía eléctrica, los impuestos a los productos y la ganadería. En contraste, el sector agrícola verificó una contracción, atenuando parcialmente el crecimiento agregado. A su vez, el PIB sin agricultura y binacionales registró un crecimiento interanual de 7,1%. Por el lado del gasto, los principales aportes positivos provinieron de la formación bruta de capital fijo (FBCF) y del consumo total (privado y público), mientras que las exportaciones netas presentaron una incidencia negativa. Los indicadores adelantados prevén un buen dinamismo del PIB en el segundo trimestre de 2025, impulsado por la ganadería, las manufacturas, los servicios, la construcción y la generación eléctrica por parte de las binacionales.

Desde el último IPOM, la inflación total se ha moderado debido principalmente a la reversión de los componentes volátiles de la canasta del IPC. La inflación mensual promedio se redujo de 0,9% en el primer trimestre a 0,1% en el segundo trimestre. Por su parte, el promedio de la inflación mensual del IPCSAE (IPC sin alimentos y energía) fue 0,3% (0,5% en el trimestre anterior). En términos interanuales, la inflación promedio fue 3,8%, menor a la observada en el primer trimestre (4,2%). En el mismo periodo, la núcleo, el IPCSAE y la subyacente promediaron tasas interanuales de 4,0%, 4,2% y 4,8%, respectivamente. Por otro lado, las expectativas de inflación han permanecido en torno a la meta del 3,5% para el horizonte de política monetaria.

El CPM mantuvo en 6,0% la tasa de referencia durante el segundo trimestre del 2025. El Comité resaltó que la inflación interanual observada en los últimos meses estuvo explicada principalmente por productos alimenticios puntuales, en particular por la carne vacuna, bienes durables de origen importado, y ciertos servicios, en especial aquellos vinculados con el tipo de cambio y los alimentos. Por su parte, las expectativas para el horizonte de política monetaria permanecieron alineadas con la meta del 3,5%. En cuanto a la actividad económica, el Comité remarcó el dinamismo favorable que ha continuado exhibiendo la actividad económica durante el segundo trimestre.

Proyecciones

Para el 2025, la proyección del crecimiento del PIB se revisó al alza de 4,0% a 4,4% debido a la mejor dinámica de los servicios, las manufacturas y la ganadería (tabla A). Durante los primeros cinco meses del año, la expansión de la actividad económica ha sido superior a la prevista. En este escenario, el mayor crecimiento del PIB estaría impulsado por el sector servicios, cuya mejora, a su vez se encuentra explicada por la mejor dinámica esperada para comercio (de 4,2% a 5,3%). De igual forma, el sector primario registró un ajuste al alza, motivado por la mayor expansión del sector ganadero (de 2,3% a 5,0%), en un contexto de altos niveles de exportación en volumen y en valores. En cuanto al sector secundario, la revisión al alza se encuentra explicada por una mejora de la producción manufacturera (de 3,9% a 4,1%), mientras que los sectores electricidad y agua y construcción mantuvieron su



previsión de crecimiento en 8,7% y 4,9%, respectivamente. En línea con la mayor recaudación de impuestos a los productos al mes de junio y el mayor dinamismo de la actividad económica, el pronóstico del crecimiento de impuestos se ajustó de 3,7% a 4,8%. Con estos resultados, el PIB que excluye la agricultura y las binacionales estaría registrando una expansión de 4,5% (4,0% en el informe anterior).

Por el lado del gasto, la revisión al alza del pronóstico de crecimiento del PIB se explica por la demanda interna (tabla B). Así, destaca la corrección en la formación bruta de capital fijo, cuya previsión de expansión se ajustó de 4,5% a 8,5%, explicada en gran parte por la dinámica de la inversión en maquinarias y equipos. De igual forma, otro componente que estaría registrando un crecimiento mayor al previsto es el consumo privado (de 4,3% a 4,9%), coherente con el mejor desempeño esperado del PIB sin agricultura y binacionales. La proyección de crecimiento de las exportaciones se ajustó de 3,0% a 1,3%, debido a menores exportaciones de energía eléctrica, granos de soja y reexportaciones. Por el lado de las importaciones, el ajuste (de 2,8% a 4,0%) se encuentra explicado por el mayor nivel de las importaciones en general, y especialmente de bienes de capital y bienes de consumo.

El pronóstico de inflación para 2025 se revisó de 3,8% a 4,0%, previéndose la convergencia a la meta del 3,5% en el horizonte de política monetaria (tabla C). Si bien se ha observado una reversión de los incrementos de precios de los componentes volátiles de la canasta del IPC durante el segundo trimestre, el pronóstico de inflación fue ajustado al alza debido principalmente a los aumentos de precios registrados en otros productos alimenticios, particularmente los cárnicos, los cuales han seguido aumentando desde el último informe. Por otro lado, no se evidencian presiones inflacionarias relevantes por el lado de la actividad económica externa o de los precios de los *commodities*. Considerando la ausencia de nuevos choques, se prevé que la inflación cierre 2025 en 4,0%, esperándose la convergencia a la meta del 3,5% en el horizonte de política monetaria.

Escenarios de riesgo

Como en el IPOM anterior, los principales riesgos para la actividad económica y/o para la inflación local continúan siendo predominantemente de carácter externo. En los últimos meses, el escenario global ha estado marcado por un aumento significativo de la incertidumbre, especialmente en torno a la política económica de Estados Unidos. La evolución incierta sobre su política comercial, junto con una creciente preocupación por el deterioro fiscal, ha elevado la percepción de riesgo soberano, ejerciendo presiones alcistas sobre las tasas de interés de largo plazo y debilitando el dólar a nivel global. A ello se sumó, hacia mediados de junio, un escalamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. En este contexto, sigue siendo difícil anticipar con precisión la evolución de estas dinámicas y sus efectos sobre la economía mundial. La implementación de nuevas barreras comerciales o la adopción de medidas de represalia podrían profundizar la desaceleración de la actividad global y generar interrupciones en las cadenas globales de suministro, con efectos potencialmente inflacionarios. Además, una menor demanda internacional podría contribuir a estabilizar o incluso reducir los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos. Sin embargo, unas condiciones climáticas adversas o una mayor escalada de los conflictos geopolíticos podrían ejercer presiones alcistas sobre dichos precios o, al menos, acentuar su volatilidad.

Tabla A. Crecimiento del PIB (Sectores económicos)

Porcentaje

	2024*	2025 (f)	2025 (i)
Sector Primario	3,9	1,8	0,2
Agricultura	2,8	0,6	0,0
Ganadería	7,3	5,0	0,1
Sector Secundario	2,2	5,2	1,7
Manufactura	4,4	4,1	0,8
Construcción	5,3	4,9	0,3
Electricidad y Agua	-6,2	8,7	0,6
Sector Terciario	4,8	4,2	2,1
Gobierno General	3,2	2,4	0,2
Comercio	6,0	5,3	0,6
Otros Servicios	4,8	4,4	1,3
Impuestos	10,1	4,8	0,4
PIB a precios de mercado	4,2	4,4	
PIB sin agricultura y binacionales	5,6	4,5	

* Dato preliminar, (f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla B. Crecimiento del PIB (Componentes del Gasto) y cuenta corriente

Porcentaje

	2024*	2025 (f)
PIB	4,2	4,4
Demanda Interna	6,7	5,4
Formación bruta de capital fijo	8,3	8,5
Consumo total	5,5	4,2
Consumo privado	5,2	4,9
Consumo público	7,1	0,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,6	1,3
Importaciones de bienes y servicios	4,2	4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	-3,7

* Dato preliminar, (f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay

Tabla C. Proyecciones de inflación

Porcentaje

	2024	2025 (f)	2026 (f)	2027 (f)
Inflación IPC diciembre (*)	3,8	4,0	3,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				3,5
Inflación IPC SAE diciembre (*)	3,7	3,8	3,5	
Inflación IPC SAE en torno a 2 años (**)				3,5

(f) Proyección realizada con datos al mes de junio de 2025.

(*) Corresponde a la inflación de fin de periodo.

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2027.

Fuente: Banco Central del Paraguay



Decisiones de Política Monetaria

Reunión de Abril

En el ámbito internacional, en Estados Unidos, la creación de empleos en marzo había sido superior a la esperada, mientras que la tasa de desempleo había aumentado levemente a 4,2%. Por su parte, la inflación interanual se había desacelerado a 2,4%, por debajo de las expectativas del mercado. La volatilidad en los mercados financieros internacionales había aumentado significativamente, en un contexto marcado por mayores tensiones comerciales y su potencial impacto sobre la economía global. Ante este escenario, el mercado había anticipado mayores recortes en el rango objetivo de tasas de interés de la Reserva Federal respecto al mes anterior. El dólar estadounidense se había debilitado, mientras que los rendimientos de los bonos de largo plazo del Tesoro de Estados Unidos se habían incrementado en comparación con los niveles observados en el CPM anterior.

Los precios internacionales del petróleo habían disminuido en el último mes, mientras que los principales *commodities* agrícolas habían mostrado volatilidad, influenciados por la evolución de las condiciones climáticas y los cambios en las políticas arancelarias. En este contexto, las cotizaciones de la soja y el maíz habían registrado aumentos, mientras que el precio del trigo había experimentado una caída.

En el ámbito local, el Indicador Mensual de Actividad Económica del Paraguay (IMAEP) había registrado en febrero un crecimiento interanual de 4,9%, impulsado principalmente por los servicios, las manufacturas, la generación de energía eléctrica, la ganadería y la construcción. A su vez, el Estimador Cifras de Negocios (ECN) había crecido 5,2% interanual, explicado en parte, por las mayores ventas de equipamientos para el hogar, alimentos, productos químico-farmacéuticos, entre otros rubros. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC), en marzo, había continuado en zona de optimismo.

En cuanto a los precios domésticos, la inflación mensual del IPC había sido de 1,2% en marzo, explicada fundamentalmente por el aumento en los precios de los componentes volátiles y, en menor medida, por otros alimentos y bienes. En términos interanuales, las tasas del IPC y del IPCSAE se habían ubicado en 4,4% y 4,2%, respectivamente. Las expectativas de inflación para el 2025 habían aumentado de 3,8% a 4,0%, mientras que para los próximos 12 meses y para el horizonte de política monetaria se habían mantenido en 3,7% y 3,5%, respectivamente.

En ese contexto, el CPM había decidido, por unanimidad, mantener la TPM en 6,0% anual.

Reunión de Mayo

En Estados Unidos, la creación de empleos en abril había superado las expectativas del mercado, mientras que la tasa de desempleo se había mantenido sin cambios. Por otro lado, la inflación se había desacelerado, ubicándose por debajo de lo previsto. En este contexto, la Reserva Federal había decidido mantener sin cambios el rango objetivo de las tasas de referencia, en línea con lo esperado por el mercado. En los mercados internacionales, el valor del dólar se había ubicado en niveles similares a los observados en el mes anterior, mientras que los rendimientos de los bonos estadounidenses se habían incrementado.

Los precios internacionales del petróleo y sus derivados habían disminuido desde la última reunión. En cuanto a los productos agrícolas, los precios de la soja y el trigo habían aumentado, en respuesta a



señales de un alivio temporal en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China, además de un repunte en la demanda, mientras que el precio del maíz se había reducido debido a condiciones climáticas favorables.

En el ámbito local, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) había registrado un crecimiento interanual de 4,4% en marzo, impulsado por el desempeño de los servicios, las manufacturas, la generación eléctrica, la construcción y la ganadería. Por su parte, el ECN había verificado una variación interanual de 9,9%, reflejando las mayores ventas de combustibles, vehículos, equipamientos para el hogar, entre otros. En abril, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se había situado en 49,4.

Con respecto a los precios domésticos, la inflación mensual había sido de 0,4% en abril, explicada por incrementos en los alimentos, bienes durables y ciertos servicios. En términos interanuales, la variación del IPC y del IPCSAE se habían ubicado en 4,0% y 4,3%, respectivamente.

En ese contexto, el CPM había decidido mantener, por unanimidad, la TPM en 6,0% anual.

Reunión de Junio

En Estados Unidos la creación de empleo había sido superior a la prevista, mientras que la tasa de desempleo se había mantenido estable. Por su parte, la inflación se había incrementado. En este contexto, en su reunión de junio, la Reserva Federal (FED) había decidido mantener el rango objetivo para la tasa de interés de los fondos federales, en línea con las expectativas del mercado. Además, la FED había revisado a la baja sus expectativas de crecimiento para 2025 y 2026, y había ajustado al alza sus previsiones de inflación. El dólar se había mantenido en niveles similares al mes anterior, mientras que los bonos del Tesoro de Estados Unidos habían disminuido.

Desde el anterior CPM, los precios del petróleo y sus derivados habían presentado una elevada volatilidad. La principal preocupación se había centrado en el conflicto bélico entre Israel e Irán, lo cual había elevado la incertidumbre sobre la dinámica futura de los precios. Por su parte, con relación a los productos agrícolas, los precios de la soja y el maíz habían disminuido, mientras que el trigo había aumentado.

En el plano doméstico, el Indicador Mensual de Actividad Económica de Paraguay (IMAEP) había registrado un crecimiento interanual de 3,3% en abril, explicado por el buen desempeño de los servicios, las manufacturas, la generación de energía eléctrica y la construcción. El ECN verificó, en el mismo mes, una variación interanual de 3,7%, reflejando las mayores ventas de combustibles, prendas de vestir, equipamiento del hogar, entre otros. Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se había ubicado en zona de optimismo en mayo.

En relación con los precios domésticos, la inflación mensual había sido del 0%, explicada por el aumento en ciertos alimentos, bienes durables y servicios, compensados por las reducciones en los rubros frutihortícolas y en los combustibles. En términos interanuales, la inflación del IPC había sido de 3,6%, en tanto la del IPCSAE había sido del 4,3%. En lo que respecta a las expectativas de inflación, para los próximos 12 meses se redujeron, mientras que para el horizonte de política monetaria habían continuado alineadas a la meta.

En ese contexto, el CPM había decidido mantener, por unanimidad, la TPM en 6,0% anual.

I. Entorno Internacional y Regional

Las perspectivas de crecimiento económico mundial para 2025 se han moderado en un contexto de creciente incertidumbre, derivada de las tensiones geopolíticas y comerciales. A comienzos de abril, Estados Unidos anunció aranceles globales inesperadamente altos, lo que provocó represalias, particularmente por parte de China. Posteriormente, Estados Unidos y China acordaron reducir temporalmente los aranceles.

En comparación con el IPoM de marzo, el pronóstico de crecimiento global se redujo de 2,9% a 2,6%, debido principalmente a una revisión a la baja en las proyecciones para Estados Unidos. Por su parte, las tasas de inflación a nivel mundial continuaron descendiendo, favorecidas en parte por la caída de los precios de la energía. En Estados Unidos, la Reserva Federal mantuvo su tasa de política monetaria sin cambios durante las reuniones del segundo trimestre y, en junio, reafirmó su expectativa de recortes de 50 puntos base en lo que resta del 2025.

Durante el segundo trimestre, los precios de las materias primas experimentaron una alta volatilidad, influenciadas por factores climáticos, cambios en los anuncios arancelarios y tensiones geopolíticas. En ese contexto, el precio del petróleo disminuyó, mientras que el precio de la soja exhibió un aumento.

Las proyecciones de crecimiento económico de los principales socios comerciales de Paraguay para 2025 se incrementaron ligeramente, de 2,5% a 2,6%, mientras que para 2026 se redujeron de 2,3% a 2,2% (tabla I.1). Respecto a los países del Mercosur, la proyección de crecimiento para 2025 se revisó al alza de 2,4% a 2,7%. Este ajuste se explica por la mejora en las perspectivas de Brasil, cuya proyección aumentó de 2,0% a 2,3%. Las expectativas de crecimiento para Argentina también se ajustaron al alza, de 4,5% a 5,0%, en línea con una recuperación más sólida que la inicialmente prevista.

Por otro lado, las tasas de inflación interanuales han disminuido en la mayoría de los países de la región, sin embargo, en algunos aún se mantiene en niveles elevados. En ese contexto, las decisiones de política monetaria han sido heterogéneas. Durante el segundo trimestre del año, el Banco Central de Brasil continuó aumentando su tasa de referencia, aunque de manera más gradual, mientras que los bancos centrales de Perú y Colombia realizaron un recorte en sus tasas. Por su parte, el Banco Central de Chile ha mantenido su tasa de referencia sin cambios en lo que va del año.

Tabla I.1. Perspectivas de crecimiento económico.

Porcentaje

	IPoM anterior		IPoM actual	
	2025	2026	2025	2026
Mundo	2,9	3,0	2,6	2,8
EE.UU.	2,0	1,9	1,5	1,6
Eurozona	0,9	0,9	1,0	1,0
China	4,5	4,2	4,5	4,2
Brasil	2,0	1,6	2,3	1,6
Argentina	4,5	3,3	5,0	3,2
Socios comerciales	2,5	2,3	2,6	2,2
Socios Mercosur	2,4	1,9	2,7	1,9

Fuente: Bloomberg. Proyecciones al 30/06/2025.

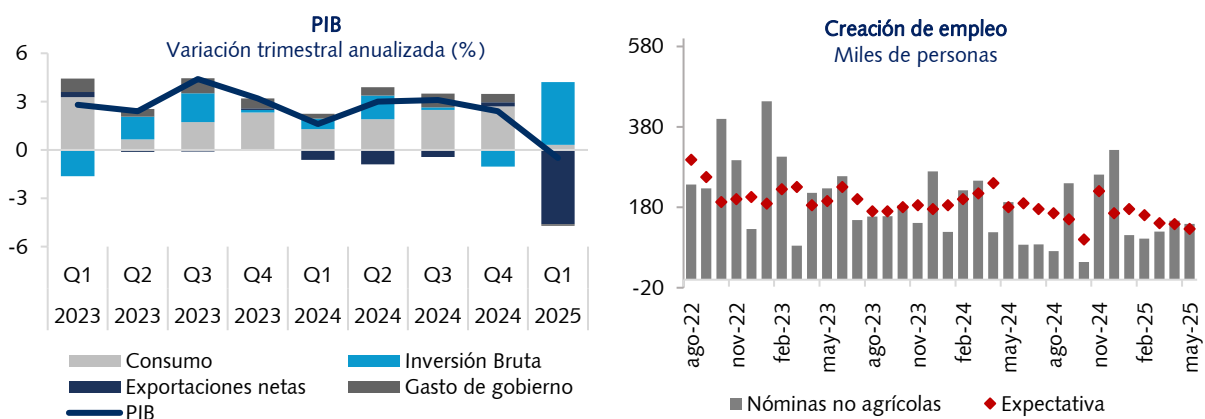
Estados Unidos

En Estados Unidos, el PIB del primer trimestre del año 2025 se contrajo a una tasa trimestral anualizada del 0,5%. Esta caída se explicó principalmente por el aumento de las importaciones y una reducción del gasto público. Estos efectos negativos fueron compensados parcialmente por incrementos en la inversión y el consumo privado (gráfico I.1). El incremento de las importaciones estuvo asociado, en parte, a la decisión de los consumidores y empresas de anticipar compras y acumular bienes, en respuesta a los anuncios de nuevos aranceles y el aumento esperado en los precios. La proyección de crecimiento del PIB para el 2025 es de 1,5% (2,0% en el IPoM de marzo). Por otra parte, en el mercado laboral se observaron cifras de creación de puestos de trabajo ligeramente superiores a las expectativas del mercado, en tanto que la tasa de desempleo se mantuvo en 4,2%.

Desde el último IPoM, las distintas medidas de inflación se han estabilizado (gráfico I.2). En mayo, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) presentó una variación interanual del 2,4% (2,4% en marzo 2025). Este resultado se explicó principalmente por un aumento en los precios de alimentos y transporte, compensados parcialmente por una desaceleración en los precios de la vivienda y la energía. Así también, la inflación núcleo del IPC se mantuvo en 2,8% interanual (2,8% en marzo). Por otro lado, el Índice de Precios de los Gastos de Consumo Personal (PCE, por sus siglas en inglés), aumentó a 2,3% interanual en mayo, mientras que la inflación núcleo del PCE fue 2,7% interanual.

En cuanto a las decisiones de política monetaria, en la reunión de junio del 2025, el Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto de la FED decidió mantener el rango objetivo para la tasa de fondos federales en 4,25%-4,5% (gráfico I.2). La incertidumbre sobre las perspectivas económicas ha aumentado, lo que ha llevado al Comité a mantenerse alerta ante los posibles riesgos para ambos objetivos de su doble mandato. Las últimas proyecciones del Comité sugieren un menor crecimiento del PIB y mayores presiones inflacionarias en comparación con lo previsto en marzo, manteniendo así la expectativa de recorte de 50 puntos base durante 2025. Además, la FED continuó con la reducción de su hoja de balance.

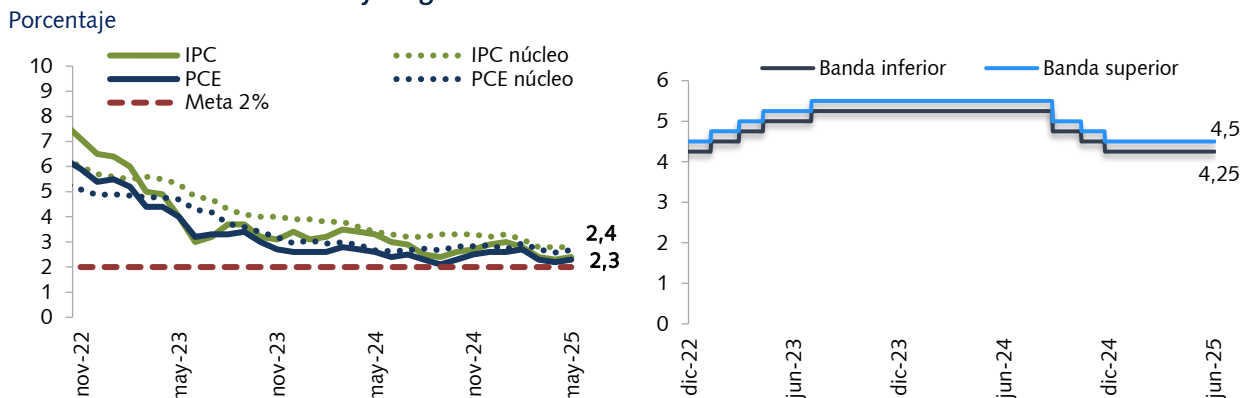
Gráfico I.1. Crecimiento del PIB y creación de puestos de trabajo en Estados Unidos



Fuente: BEA, Bloomberg.



Gráfico I.2 Inflación interanual y rango de tasas de interés de la Reserva Federal



Fuente: Bloomberg.

En los mercados financieros, las tasas de interés de largo plazo aumentaron durante el segundo trimestre del año, debido a una menor preferencia por activos en dólares estadounidenses. Si bien tradicionalmente esta divisa actúa como refugio en periodos de alta volatilidad, la creciente incertidumbre sobre la orientación de la política económica de Estados Unidos, las preocupaciones respecto a su sostenibilidad fiscal y la menor demanda externa de títulos del Tesoro han elevado la prima por riesgo. En comparación con el cierre del trimestre anterior, los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 y 30 años aumentaron en torno a 7 y 25 puntos básicos, respectivamente (gráfico I.3). Asimismo, el dólar se debilitó a nivel global. En el mismo periodo, el índice DXY registró una caída de 5,2% (gráfico I.4). Por su parte, el índice bursátil S&P 500, tras una caída a comienzos de abril asociada al anuncio de los aranceles generalizados, se recuperó y cerró el trimestre con un alza de 5,6%, impulsado principalmente por los sólidos resultados corporativos del primer trimestre, y una moderación en las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China (gráfico I.5).

Gráfico I.3. Rendimientos de los bonos de EE.UU.

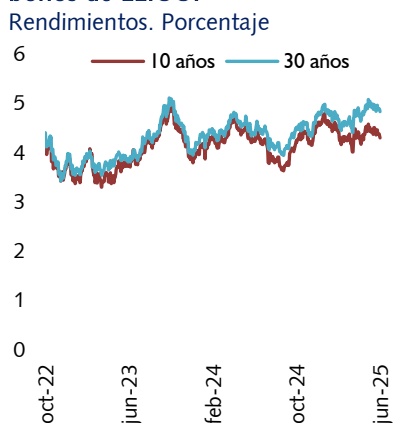


Gráfico I.4. Cotización del DXY Índice

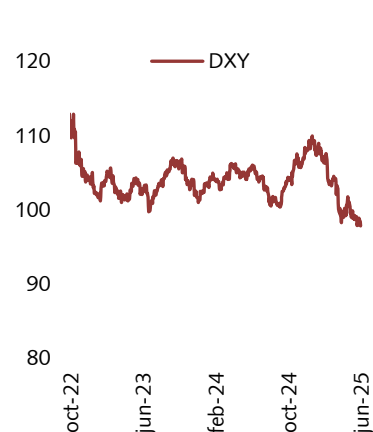
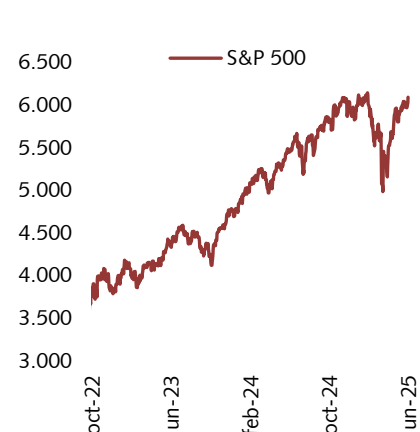


Gráfico I.5. Rendimiento del S&P 500 Índice



Fuente: Bloomberg.

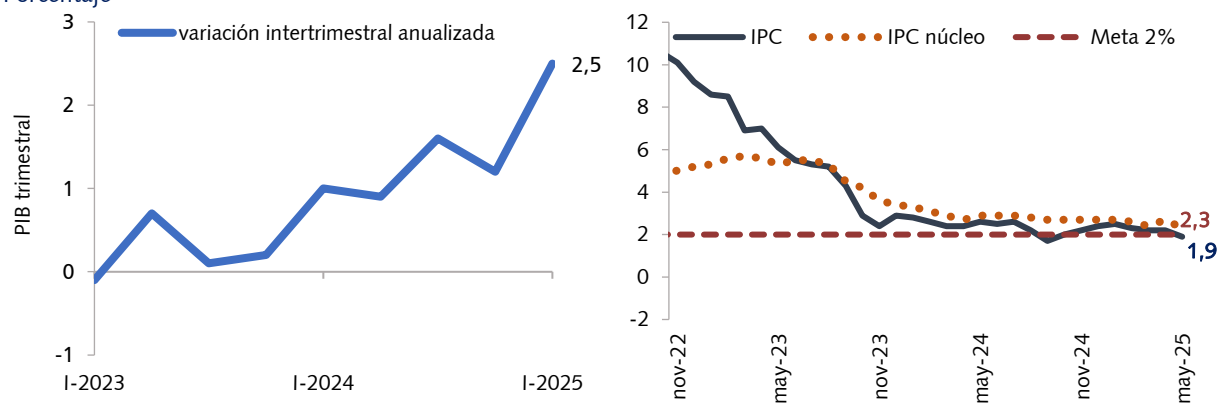
Eurozona

En la Eurozona, el PIB registró una expansión trimestral anualizada del 2,5% en el primer trimestre de 2025. Este resultado fue impulsado principalmente por una contribución positiva de la inversión y el aumento de las exportaciones, factores que lograron compensar el incremento de las importaciones y el menor dinamismo del consumo de los hogares (gráfico I.6).

En cuanto a los precios, durante el segundo trimestre de 2025 se observó una reducción de la inflación en comparación con el trimestre anterior. En mayo, la inflación interanual se ubicó en 1,9%, por debajo del 2,2% registrado en marzo, mientras que la inflación núcleo se situó en 2,3% (2,4% en marzo). En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) decidió reducir en 50 puntos básicos sus tipos de interés aplicables a la facilidad de depósito, las operaciones principales de financiación y la facilidad marginal de crédito, situándolos en 2,00%, 2,15% y 2,40%, respectivamente. Con esta decisión, el BCE indicó que el ciclo de recortes estaría próximo a concluir.

Gráfico I.6. Actividad económica e Inflación interanual de la Eurozona

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

China

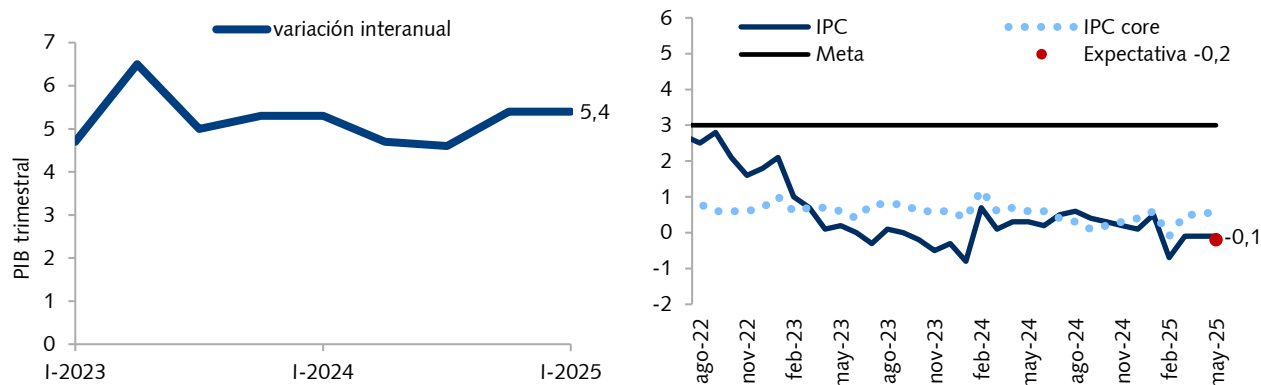
En China, el PIB del primer trimestre de 2025 registró una expansión interanual de 5,4%, manteniendo el mismo ritmo observado en el cuarto trimestre de 2024 (gráfico 1.7). Este desempeño fue impulsado por el consumo interno, así como por un adelanto en las exportaciones. En particular, las tensiones comerciales con Estados Unidos y la imposición de nuevos aranceles llevaron a las empresas exportadoras a anticipar sus envíos, lo que contribuyó a una aceleración de las ventas externas. Ante la posibilidad de un deterioro de las perspectivas económicas, las autoridades implementaron medidas de apoyo adicionales en los ámbitos fiscal y monetario. Como resultado, la proyección de crecimiento para 2025 se mantuvo en 4,5%.

En cuanto a los precios, la inflación interanual mantuvo una ligera caída del 0,1% entre marzo y mayo de 2025, impulsada por la disminución de los precios de la energía y los alimentos, en un contexto de débil confianza del consumidor y moderada demanda interna. Con el objetivo de estimular el crédito, el Banco Popular de China (BPC) decidió reducir sus tasas referenciales en 10 puntos básicos, ubicando la tasa repo en 1,4%, la tasa a un año en 3,0% y la de cinco años en 3,5%. Además, redujo el coeficiente de reservas obligatorias para los grandes bancos.



Gráfico I.7. Actividad económica e Inflación interanual de China

Porcentaje



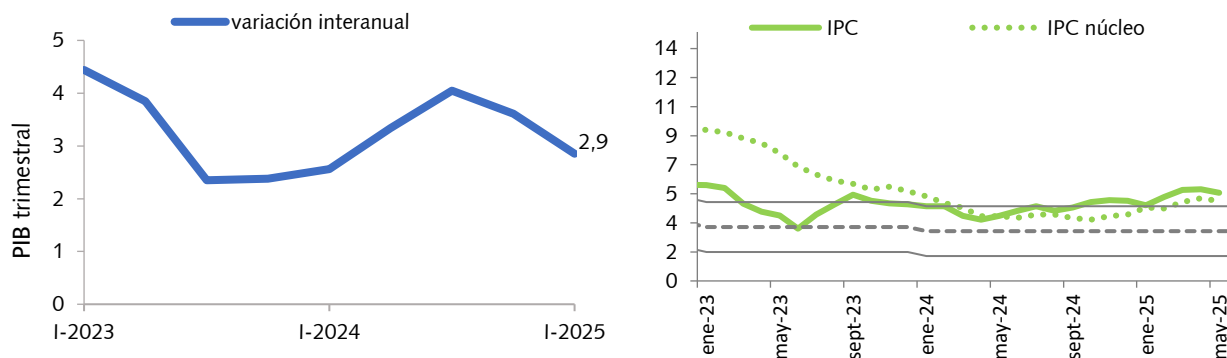
Fuente: Bloomberg.

Brasil

En Brasil, el crecimiento interanual del PIB fue 2,9% en el primer trimestre de 2025. Por el lado de la demanda, esta expansión fue impulsada especialmente por la inversión y el consumo privado, mientras que, por el lado de la oferta, destacó el dinamismo del sector agropecuario (gráfico I.8). Las proyecciones de crecimiento para 2025 se sitúan en torno al 2,3%, lo que representa una mejora respecto al trimestre anterior (2%), impulsada por revisiones al alza en el desempeño esperado del sector agrícola y un mercado laboral más sólido de lo previsto. Para el 2026, se espera una tasa de crecimiento de 1,6%. En cuanto a los precios, la inflación total interanual se desaceleró en mayo al 5,3%, manteniéndose por encima del rango meta y la inflación núcleo se ubicó en 4,8% (gráfico I.8). Las expectativas de inflación para 2025 y 2026, según la encuesta Focus, se mantienen por encima de la meta, alcanzando 5,2% y 4,5%, respectivamente.

Gráfico I.8. Actividad económica e Inflación interanual de Brasil

Porcentaje



Fuente: Bloomberg.

El Comité de Política Monetaria del Banco Central de Brasil (Copom) mencionó que el escenario actual, caracterizado por expectativas desancladas, proyecciones de inflación elevadas, resiliencia en la actividad económica y presiones en el mercado laboral, requiere mantener una política monetaria contractiva por un período prolongado. En este contexto, el Copom elevó la tasa Selic en 75 puntos básicos durante el segundo trimestre del año, ubicándola en 15,00%, aunque con un ritmo más gradual que el observado en el trimestre anterior. La decisión está alineada con la estrategia de convergencia de la inflación hacia la meta, moderando al mismo tiempo las fluctuaciones de la

actividad económica y promoviendo el pleno empleo. De igual manera, el Comité anticipó que, de confirmarse su escenario base, podría hacer una pausa en el ciclo de subidas de tasas de interés para evaluar los impactos acumulados de los ajustes realizados.

Argentina

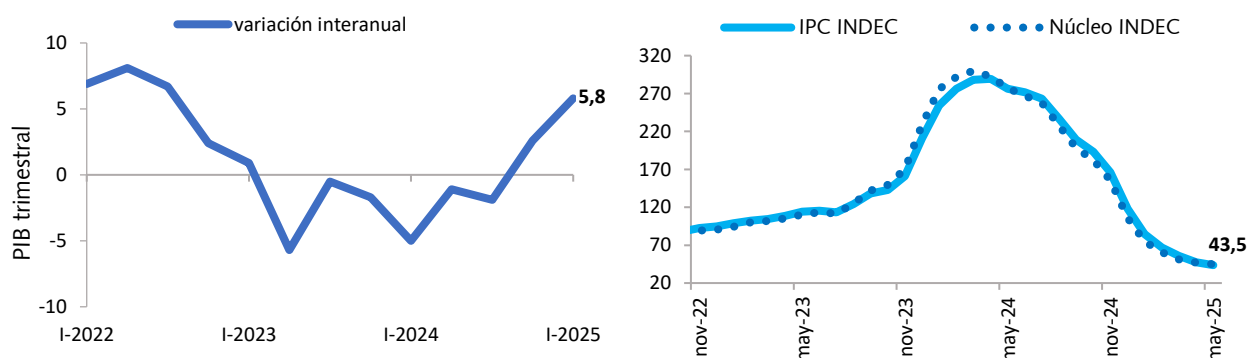
En el primer trimestre de 2025, el PIB creció 5,8% interanual, superando los registros de los trimestres previos, aunque por debajo de las expectativas del mercado (6,1%) (gráfico I.9). Este resultado fue impulsado principalmente por el dinamismo del sector agrícola, seguido por la construcción y la industria manufacturera. Como consecuencia, las proyecciones de crecimiento para 2025 se ajustaron al alza, de 4,5% a 5,0% (tabla I.1).

En cuanto a los precios, la inflación continuó con su trayectoria de desaceleración en el segundo trimestre de 2025, ubicándose en 1,5% mensual en mayo (2,4% en marzo). En términos interanuales, la inflación se situó en 43,5%, por debajo del 55,9% registrado en marzo (gráfico I.9), y las expectativas de inflación se ajustaron a la baja.

En este contexto, el Banco Central de la República Argentina (BCRA) anunció la fase III del Esquema Monetario y Cambiario. En el marco de este plan, se acordó una nueva facilidad extendida de fondos con el Fondo Monetario Internacional (FMI), destinada a sanear el balance del BCRA. Asimismo, se avanzó en la flexibilización del régimen cambiario mediante un esquema de flotación dentro de bandas, el levantamiento del cepo cambiario para personas físicas, la normalización de pagos de importaciones, entre otras medidas. En paralelo, se anunció el fortalecimiento del régimen monetario mediante el perfeccionamiento del esquema de agregados monetarios como ancla nominal, con el objetivo de consolidar el proceso de desinflación. Como resultado de la implementación del nuevo régimen cambiario, durante el segundo trimestre el tipo de cambio ha fluctuado en torno al punto medio de las bandas, y la brecha entre el tipo de cambio oficial y el paralelo se ha reducido significativamente, hasta prácticamente cerrarse.

Gráfico I.9. Actividad económica e Inflación interanual de Argentina

Porcentaje



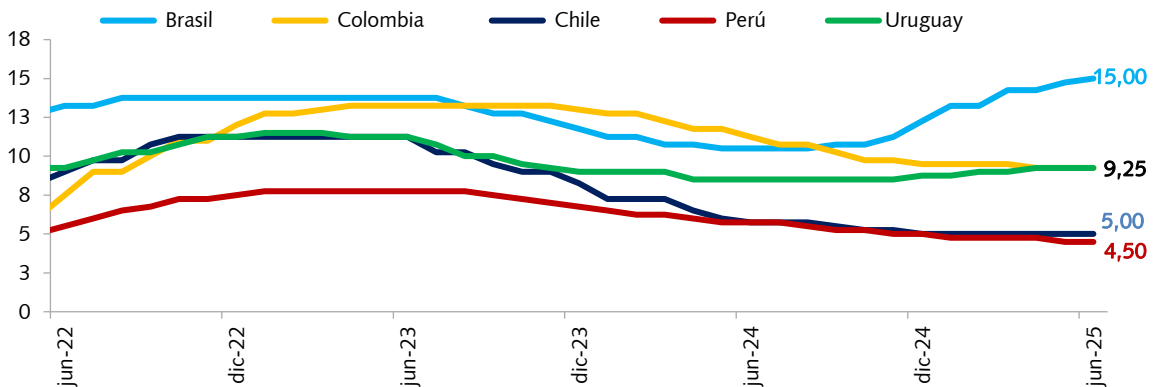
Fuente: Bloomberg.



Otras economías de la región

Durante el segundo trimestre del año, tanto el Banco Central de Reserva del Perú como el Banco de la República de Colombia redujeron sus tasas de política monetaria (TPM) en 25 puntos base, ubicándolas en 4,50% y 9,25%, respectivamente. Con este ajuste, la tasa de Perú se aproxima al nivel considerado neutral. En contraste, el Banco Central del Uruguay aumentó su TPM en 25 puntos base, situándola en 9,25%. Por su parte, el Banco Central de Chile mantuvo su tasa de política monetaria sin cambios desde la última reducción efectuada en diciembre de 2024, manteniéndola en 5,0% (gráfico I.10).

Gráfico I.10. Tasas de Política Monetaria en economías de la región con metas de inflación
Porcentaje



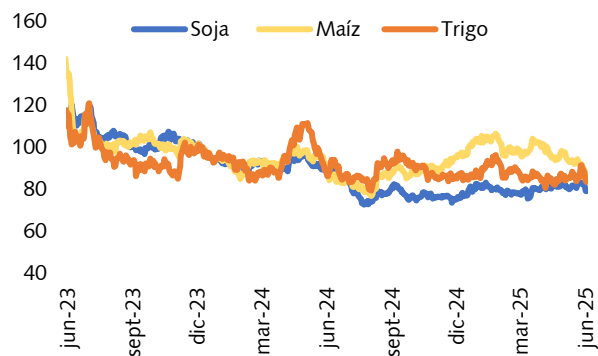
Fuente: Bloomberg.

Materias primas

Los precios internacionales de los *commodities* agrícolas y energéticos exhibieron una marcada volatilidad desde el informe anterior, influenciados por factores climáticos y la incertidumbre en torno a la política comercial y los conflictos geopolíticos.

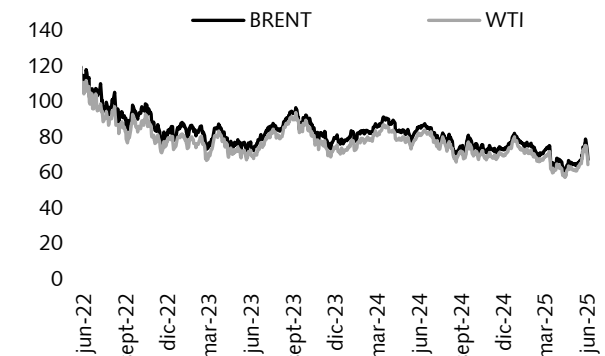
En el caso de los productos agrícolas, a junio de 2025, el precio promedio de la soja registró un aumento de 1,7% en comparación con marzo, impulsado por compras anticipadas a la implementación de los aranceles, las condiciones climáticas adversas en Argentina y el cambio en la política de biocombustibles en Estados Unidos. Por el contrario, el maíz y el trigo en promedio presentaron caídas del 4,4% y 3,7%, respectivamente, en un contexto de abundante oferta global (gráfico I.11).

Gráfico I.11. Precios de *commodities*
Índice febrero 2020=100



Fuente: Bloomberg.

Gráfico I.12. Precios del petróleo
Dólares por barril





Con relación a los precios internacionales del petróleo, tanto el Brent como el WTI registraron caídas cercanas al 10% al cierre de junio en comparación con marzo, en un contexto de elevada volatilidad. En abril, los precios descendieron ante expectativas de una menor demanda global, influenciadas por disputas comerciales, y un panorama más favorable por el lado de la oferta. En mayo, el optimismo por un posible acuerdo comercial entre Estados Unidos y China impulsó una leve recuperación. Posteriormente, en junio, las tensiones geopolíticas en Medio Oriente generaron temores sobre interrupciones en el suministro, lo que provocó un aumento transitorio de los precios, que se revirtió tras el anuncio de un acuerdo de alto al fuego (gráfico I.12).



II. Mercados Financieros

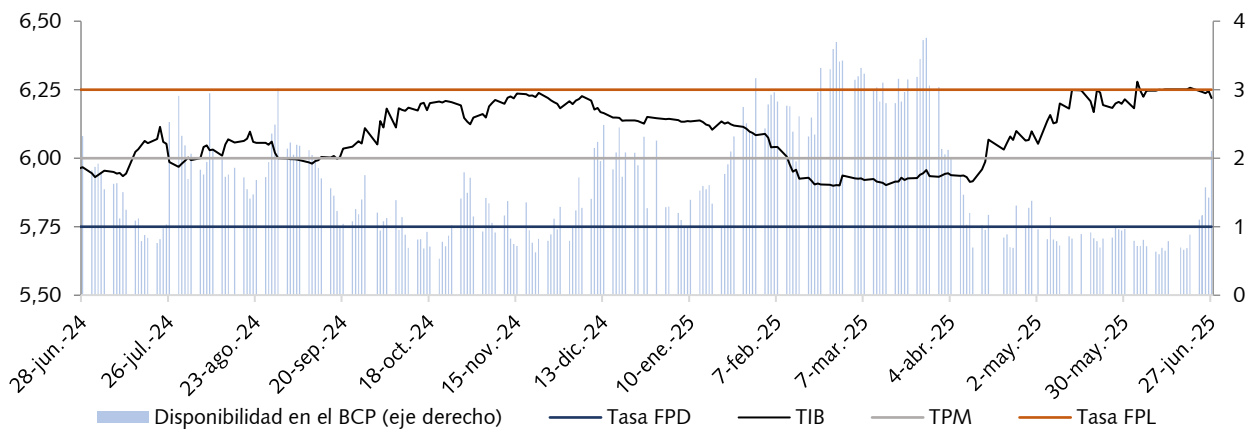
Política Monetaria

Durante el segundo trimestre de 2025, el CPM mantuvo la Tasa de Política Monetaria (TPM) en 6,00%. En consecuencia, las tasas de la Facilidad Permanente de Depósitos (FPD) y de la Facilidad Permanente de Liquidez (FPL) se mantuvieron constantes en 5,75% y 6,25%, respectivamente.

A diferencia del comportamiento observado en el primer trimestre, la Tasa de Interés Interbancaria (TIB) se situó por encima de la TPM durante el segundo trimestre, en un contexto de menor liquidez en el mercado de dinero. Esta situación se reflejó en una menor disponibilidad de saldos en el BCP¹ (gráfico II.1). A lo largo de junio de 2025, la TIB se ubicó en torno al nivel de la FPL, en 6,25%.

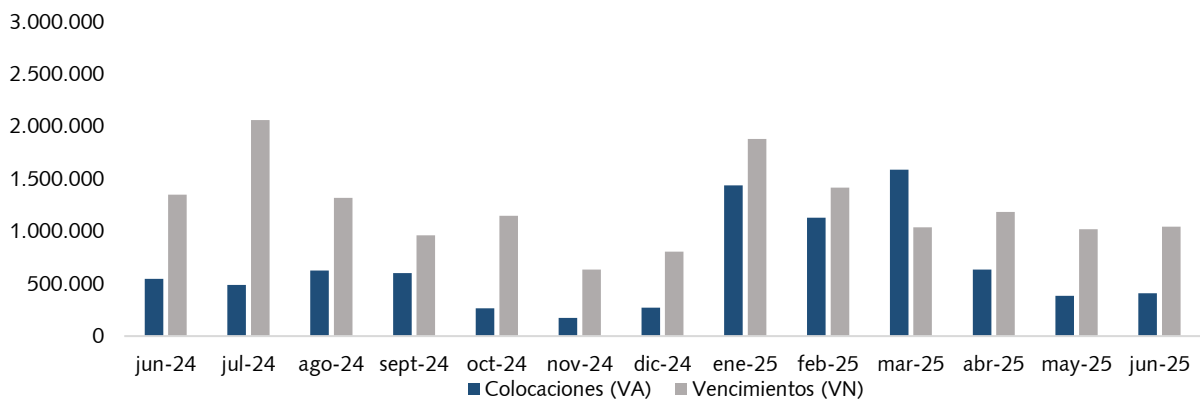
En cuanto a las operaciones de mercado abierto, los vencimientos de las Letras de Regulación Monetaria (LRM) superaron a las colocaciones efectivas en el segundo trimestre, similar a lo observado en el trimestre anterior, con excepción de marzo (gráfico II.2).

Gráfico II.1. TPM, TIB, Facilidades y Disponibilidades en el BCP
Porcentaje. Billones de guaraníes



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.2. Colocaciones y vencimientos de Letras de Regulación Monetaria (LRM)
Millones de guaraníes



Fuente: Banco Central del Paraguay.

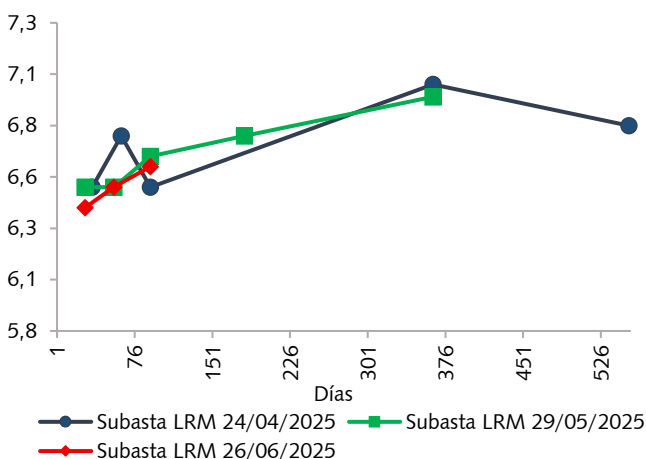
¹ Saldos disponibles en cuenta corriente y en la Facilidad Permanente de Depósitos de los bancos y financieras en el BCP.



En la subastas de LRM del segundo trimestre, en general, los rendimientos fueron muy similares en los distintos plazos, aunque se ubicaron ligeramente por encima de las tasas observadas en las subastas del primer trimestre (gráficos II.3 y II.4). Este comportamiento podría estar influenciado, en parte, por la menor liquidez del mercado de dinero durante el segundo trimestre.

Gráfico II.3. Curvas de rendimiento de LRM

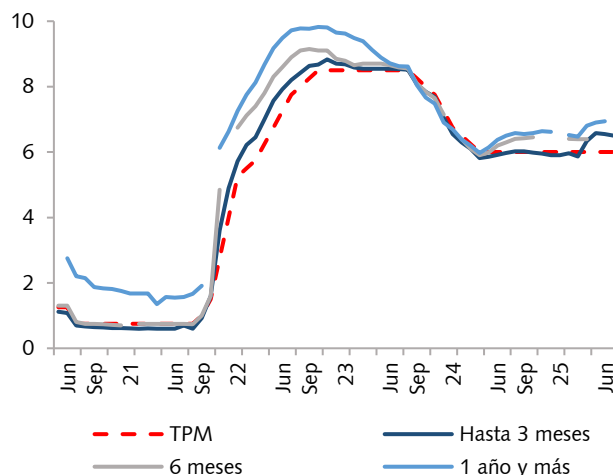
Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.4. TPM y tasas de interés de LRM

Tasas. Porcentaje



Condiciones Financieras

El saldo de los créditos concedidos por bancos y compañías financieras al sector privado registró una variación interanual de 17,3% en mayo (17,0% en febrero), explicada por el incremento de los préstamos en moneda local y extranjera (gráfico II.5). En moneda nacional, los préstamos aumentaron 18,6% interanual en mayo (18,9% en febrero), impulsados por las colocaciones destinadas al consumo, servicios, comercio al por mayor e industria. A su vez, los créditos en moneda extranjera se incrementaron a una tasa interanual de 14,4% en el mismo periodo (13,1% en febrero), impulsados principalmente por los créditos otorgados a la agricultura, servicios, industria y comercio al por mayor.

Por otro lado, los depósitos totales del sector privado en bancos y compañías financieras registraron un crecimiento interanual de 10,9% en mayo (11,0% en febrero) (gráfico II.6). Los depósitos en dólares crecieron 8,1% interanual en mayo (8,3% en febrero), explicado principalmente por los depósitos a mayor plazo en la forma de Certificado de Depósito de Ahorro (CDA). En guaraníes, los depósitos aumentaron 12,7% interanual en mayo (12,6% en febrero), explicado por la dinámica observada en los depósitos a la vista y en los depósitos a plazo (CDA).

Gráfico II.5. Variación interanual de los créditos

Porcentaje

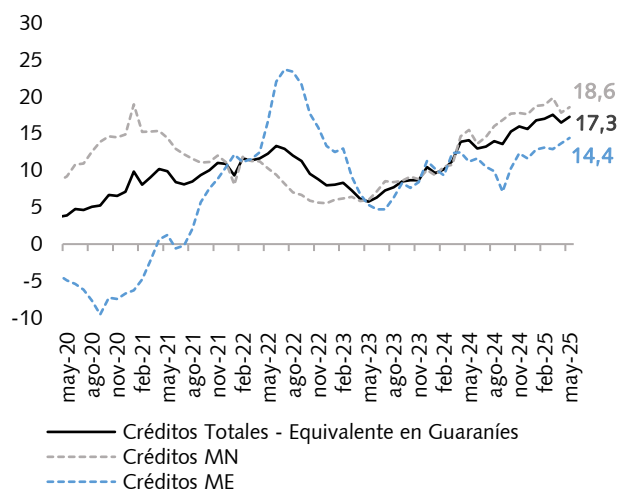
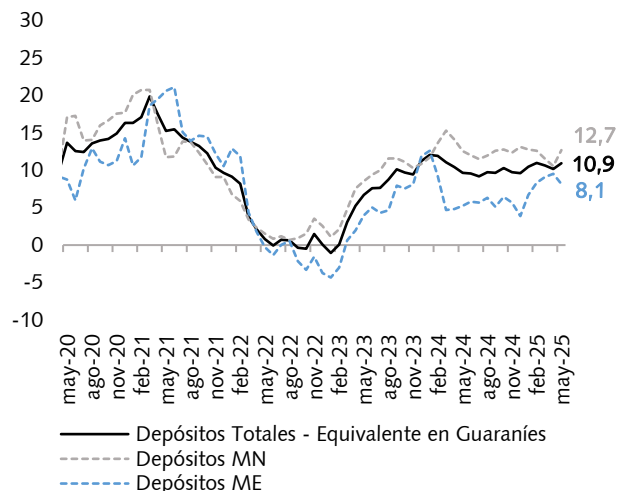


Gráfico II.6. Variación interanual de los depósitos

Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Por otra parte, el promedio ponderado de las tasas de interés activas en moneda nacional se redujo levemente, ubicándose en 14,0% en mayo (14,1% en febrero) (gráfico II.7). De forma similar, el promedio ponderado de las tasas pasivas de bancos y financieras en moneda nacional disminuyó, situándose en 5,1% en mayo (5,7% en febrero).

En moneda extranjera, el promedio ponderado de las tasas de interés activas también presentó una disminución en el margen, alcanzando un valor de 7,9% en mayo (8,2% en febrero). De igual forma, el promedio ponderado de tasas pasivas en dólares registró una reducción, ubicándose en 3,8% en mayo de 2025 (4,2% en febrero) (gráfico II.8).

Gráfico II.7. Tasas de interés activas y pasivas

En moneda nacional. Porcentaje

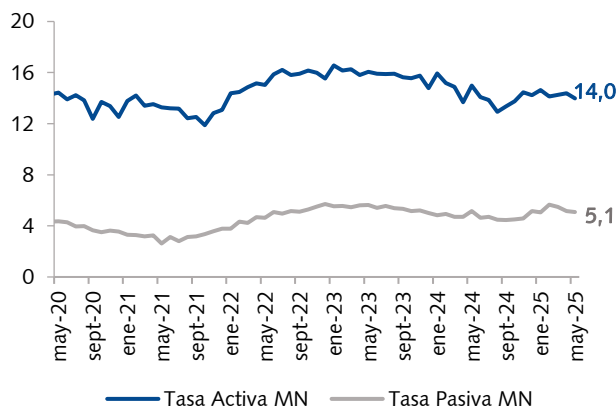
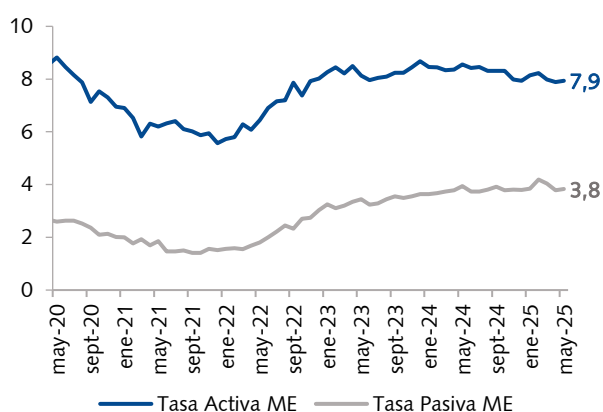


Gráfico II.8. Tasas de interés activas y pasivas

En moneda extranjera. Porcentaje

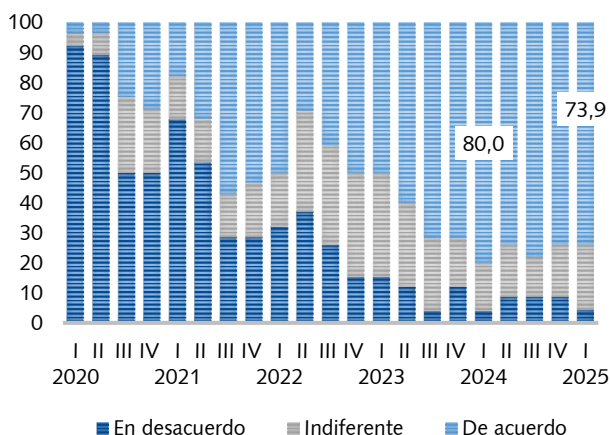


Fuente: Banco Central del Paraguay.

Las perspectivas para la concesión de créditos en los próximos meses siguen siendo favorables. Conforme a la Encuesta de Situación General del Crédito (SGC) del primer trimestre del 2025, el 73,9% de los encuestados consideró que la coyuntura económica era propicia para otorgar préstamos. Asimismo, los índices de difusión de expectativas sectoriales se mantuvieron en zona de optimismo para los plazos de 3, 6 y 12 meses (gráficos II.9 y II.10).

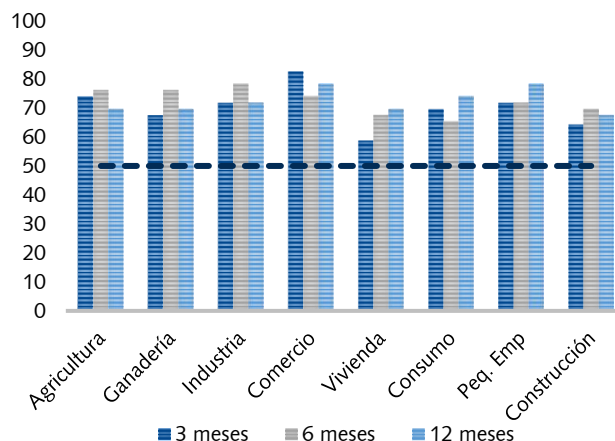


Gráfico II.9. ¿Es la coyuntura económica actual favorable para otorgar créditos?



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico II.10. Índice de difusión de las expectativas sectoriales del crédito



Mercado Bursátil

En el mercado bursátil paraguayo, el volumen negociado acumulado hasta el mes de mayo de 2025 fue de 2.868,3 millones de dólares², lo que representó un incremento de 30,9% respecto al mismo periodo del 2024 (gráfico II.11).

Por tipo de instrumento, las operaciones de reporto concentraron la mayor proporción del total negociado (71,1%), seguidas por los instrumentos de renta fija (bonos), que representaron el 28,4%, y, en menor medida, por los instrumentos de renta variable (0,5%). Clasificados por mercado, el secundario tuvo la mayor participación, representando el 86,5% de las operaciones totales (gráfico II.12).

Gráfico II.11. Volumen negociado por instrumento
Millones de dólares

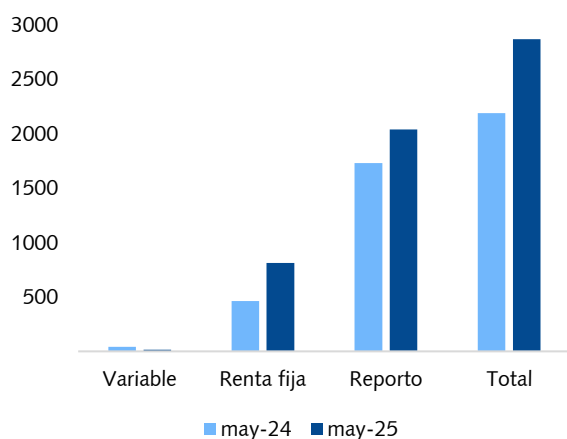
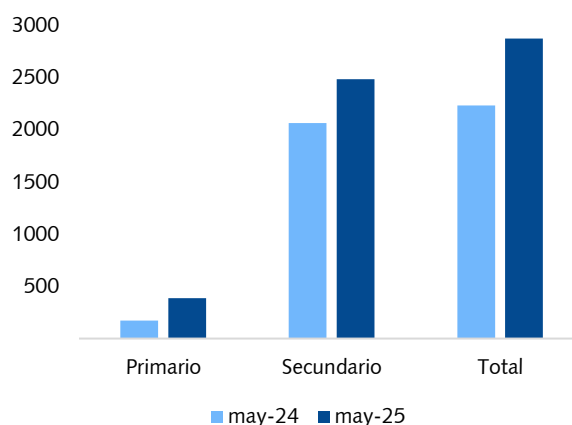


Gráfico II.12. Volumen negociado por mercado
Millones de dólares



Fuente: Bolsa de Valores de Asunción

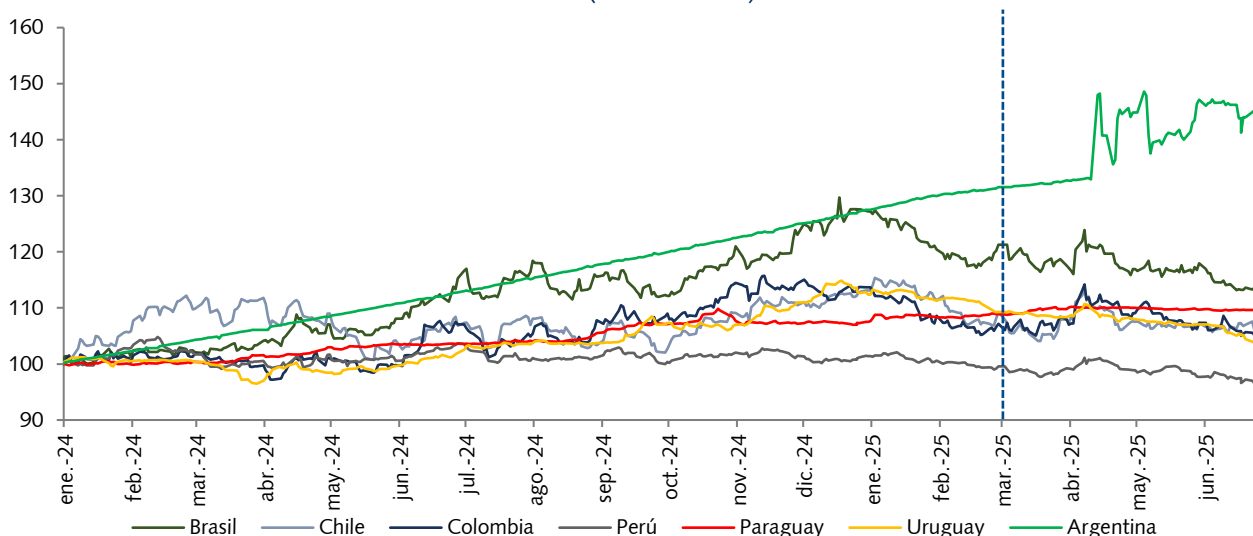
² Se utilizó el tipo de cambio referencial promedio del BCP correspondiente a mayo de 2025.

Tipo de Cambio

Al cierre del segundo trimestre del 2025, se observó una apreciación nominal en la mayoría de las monedas de la región frente al dólar estadounidense respecto al cierre del primer trimestre. En particular, el peso uruguayo se apreció 5,3%, el real brasileño en 4,6%, el sol peruano en 3,8%, el peso colombiano en 2,3%, el peso chileno en 2,0% y el guaraní en 0,7% (gráfico II.13). Por otro lado, el peso argentino registró una depreciación del 11,0%.

Gráfico II.13. Tipo de cambio nominal respecto al dólar

Índice (dic-2023=100)

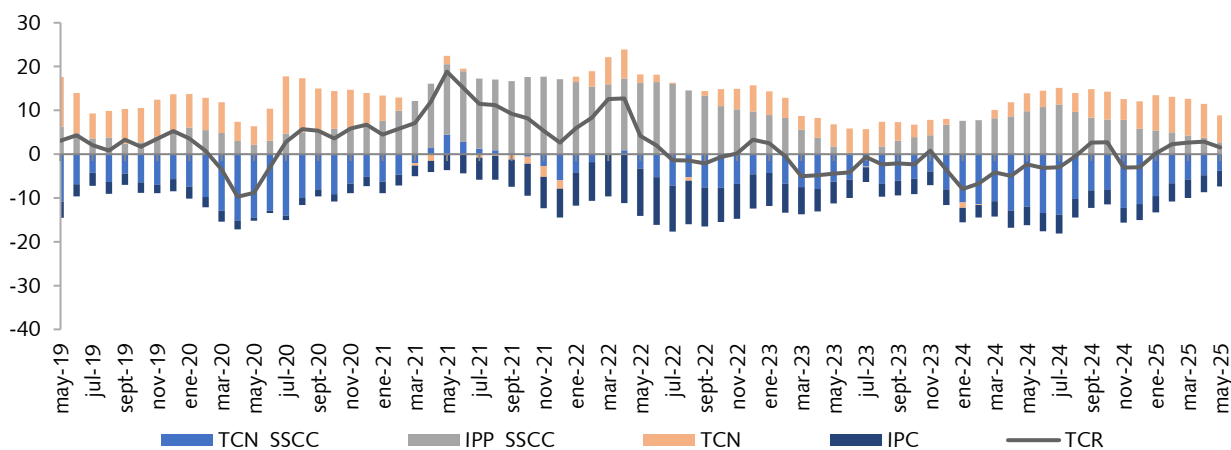


Fuente: Bloomberg.

Por su parte, el tipo de cambio real multilateral (TCR) registró una depreciación de 1,5% interanual en mayo, menor al 2,3% de febrero. Por un lado, se observó una menor depreciación interanual del guaraní y una inflación local más baja con relación al mes de febrero. Así también, se verificó una menor inflación y depreciación de los socios comerciales de Paraguay, con respecto al mes de febrero (gráfico II.14).

Gráfico II.14. Tipo de cambio real multilateral

Variación interanual e incidencias (porcentaje)



Fuente: Banco Central del Paraguay

III. Escenario Doméstico

Actividad y demanda

En el primer trimestre del 2025, la actividad económica registró un crecimiento de 2,5% en términos desestacionalizados respecto al trimestre anterior. Este desempeño fue explicado principalmente por mayores niveles de producción de electricidad y agua, construcción, ganadería, manufacturas y servicios. Excluyendo agricultura y binacionales, el PIB mostró un crecimiento trimestral de 2,2% (gráficos III.1 y III.2).

Por el lado del gasto, la serie desestacionalizada de la demanda interna también exhibió una variación positiva, impulsada por la mayor dinámica de la formación bruta de capital fijo y del consumo del gobierno (gráficos III.1 y III.3).

Gráfico III.1. PIB y Demanda interna (series desestacionalizadas).
Índice 2019Q4=100

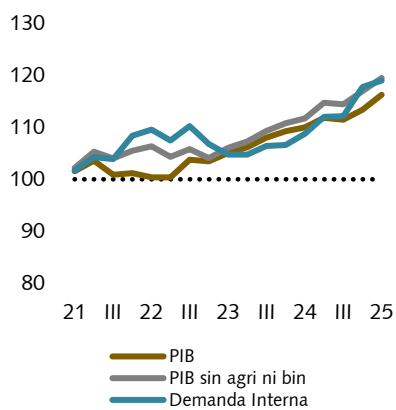


Gráfico III.2. PIB desestacionalizado (lado de la oferta).
Índice 2019Q4=100

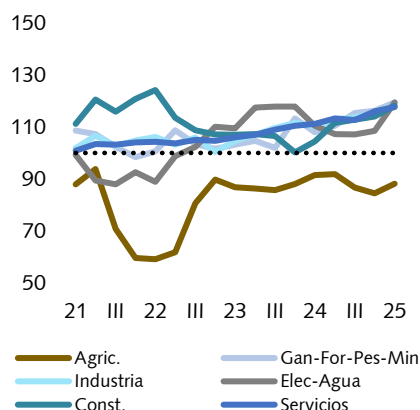
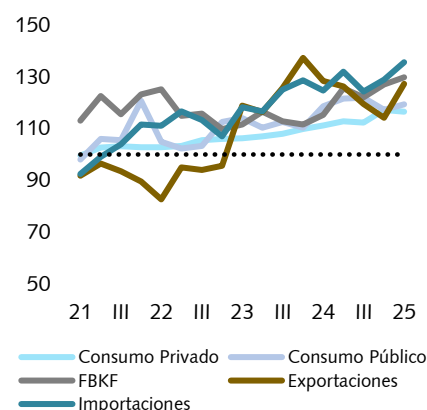


Gráfico III.3. PIB desestacionalizado (lado del gasto).
Índice 2019Q4=100



Fuente: Banco Central del Paraguay.

En términos interanuales, el PIB creció 5,9% en el primer trimestre del 2025 (tabla III.1). Este comportamiento estuvo impulsado por los sectores de servicios, manufacturas, construcción, generación de energía eléctrica, impuestos a los productos y ganadería. Sin embargo, la contracción en la agricultura moderó de manera parcial el crecimiento de la actividad económica (gráfico III.4). A su vez, el PIB sin agricultura y binacionales mostró un crecimiento de 7,1%.

El sector agrícola se contrajo 3,4% en el primer trimestre del 2025, debido a menores niveles de producción de soja. Este efecto fue atenuado por los mayores niveles de producción estimados de maíz, arroz, algodón, girasol, poroto y sésamo.



Tabla III.1. PIB: Sectores de la oferta.

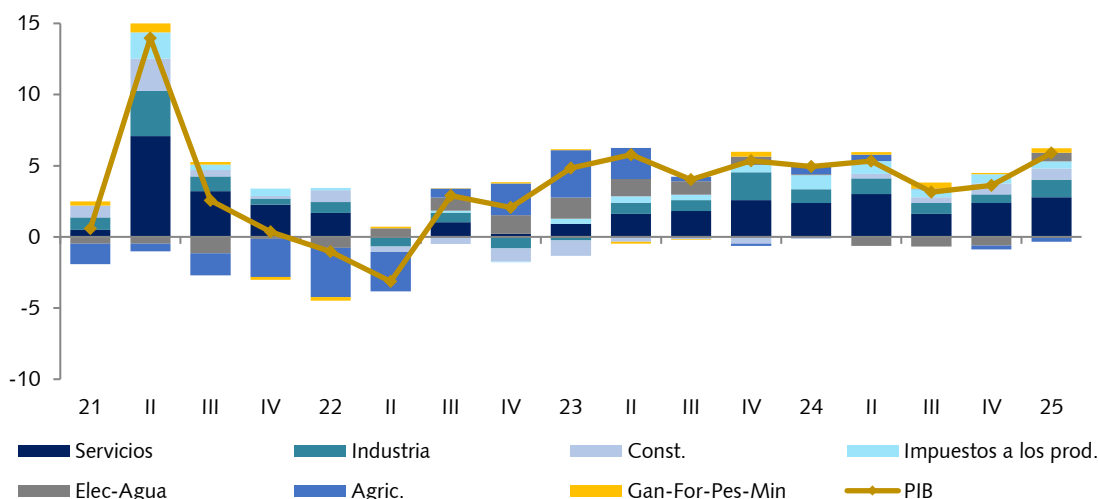
Variación interanual. Porcentaje

Sectores	2023				2024				2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Agricultura	46,5	39,7	6,5	-2,2	5,5	6,5	0,9	-4,3	-3,4
Ganadería, For., Pes. y Min.	2,4	-3,4	-1,6	11,8	4,7	5,2	13,4	2,7	10,8
Industria	-1,3	3,9	3,7	10,4	5,2	5,8	3,8	3,1	6,6
Elect. y agua	22,7	19,0	14,6	7,6	0,8	-8,6	-9,4	-7,9	8,3
Construcción	-13,4	-4,6	-2,2	-7,5	-2,2	4,7	6,0	13,6	12,9
Servicios	1,9	3,3	3,6	5,2	5,1	6,2	3,2	4,8	6,0
Imp. a los productos	4,7	6,1	4,9	6,7	13,5	11,8	7,1	8,3	6,2
PIB Total	4,8	5,8	4,0	5,4	4,9	5,3	3,1	3,6	5,9
PIB sin Agric. y sin Bin.	0,0	2,9	3,3	6,1	5,6	7,0	4,6	5,4	7,1

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.4. PIB: Sectores de la oferta.

Incidencias. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

El sector de la ganadería, forestal, pesca y minería registró un crecimiento interanual de 10,8%, impulsado por el mayor faenamiento de bovinos, aves y cerdos, mientras que la menor producción de leche cruda y huevos mitigó parcialmente el resultado. La minería también contribuyó positivamente, en línea con la mayor dinámica de las construcciones.

La actividad manufacturera creció 6,6% interanual, reflejando incrementos en la producción de carnes, químicos, textiles, productos metálicos y molinerías. Este dinamismo fue atenuado por la variación negativa en la producción de aceites, lácteos, azúcar, maderas, cueros y calzados.

La construcción verificó un crecimiento de 12,9%, impulsado por el mayor ritmo de ejecución de las obras tanto públicas como privadas.

El sector de electricidad y agua registró un crecimiento de 8,3%, explicado por una mayor generación de las binacionales, favorecida por la mejora en el caudal hídrico del Río Paraná y un crecimiento sostenido en la distribución de energía.

Por su parte, el sector servicios creció 6,0% interanual, con desempeños positivos en comercio, intermediación financiera, transporte, servicios a los hogares, restaurantes y hoteles, servicios a las empresas, servicios gubernamentales, inmobiliarios, y una moderada expansión de las telecomunicaciones y servicios de información.

Tabla III.2. PIB: Componentes de la demanda.

Variación interanual. Porcentaje

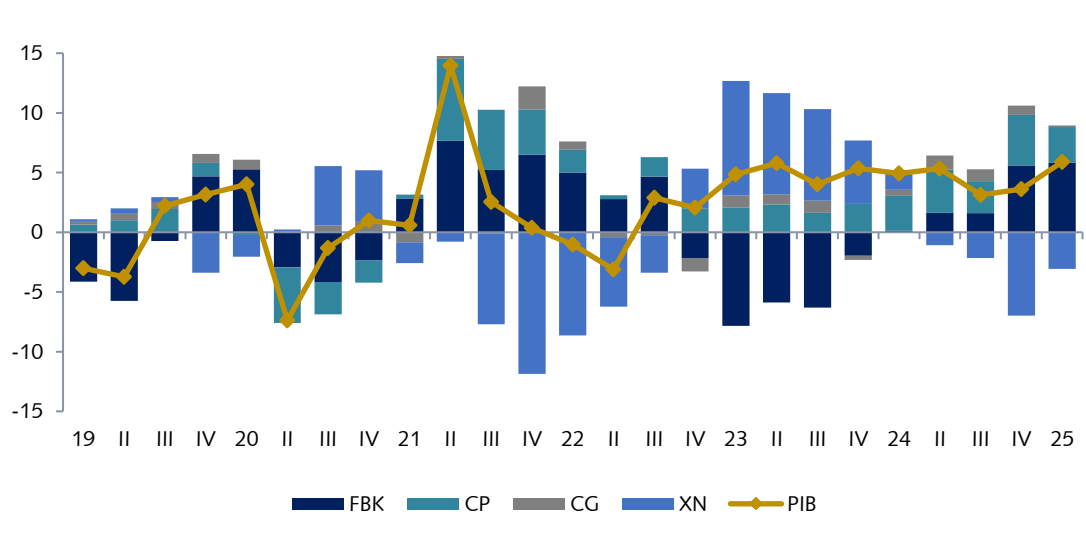
Componentes	2023				2024				2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Demanda Interna	-4,5	-2,7	-3,5	0,1	3,6	6,9	5,4	10,5	9,3
Consumo total	4,2	4,1	3,3	2,5	4,8	6,2	4,7	6,3	4,3
Consumo privado	3,4	3,5	2,4	3,6	4,8	5,5	4,0	6,4	4,9
Consumo público	9,2	7,7	9,1	-2,5	4,4	10,4	8,5	5,7	1,1
FBK	-22,6	-25,4	-24,8	-7,8	0,5	9,9	8,7	25,6	23,8
FBKF	-10,6	2,6	-2,9	0,8	3,5	8,6	8,0	13,3	12,7
Exportaciones	44,6	23,6	33,3	41,4	9,3	8,7	-5,3	-17,5	0,2
Importaciones	6,7	0,5	10,2	19,5	5,9	13,3	-0,6	-0,1	9,0
PIB Total	4,8	5,8	4,0	5,4	4,9	5,3	3,1	3,6	5,9

Fuente: Banco Central del Paraguay

Desde la perspectiva del gasto, la demanda interna se expandió 9,3% interanual en el primer trimestre del 2025 (tabla III.2). Esta evolución estuvo explicada principalmente por la inversión (formación bruta de capital) y el consumo total (gráficos III.5, III.6 y III.7).

Gráfico III.5. PIB: Componentes de la demanda

Incidencias. Porcentaje



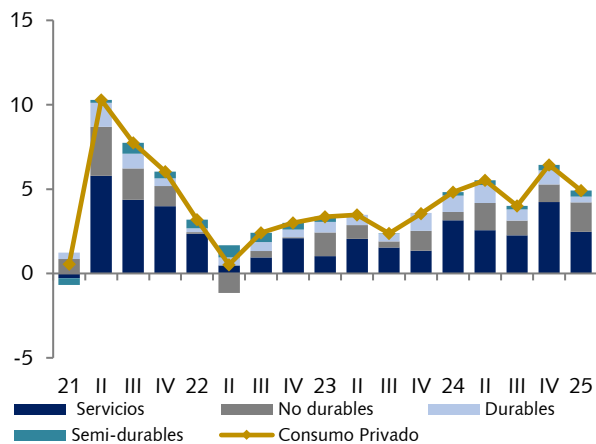
Fuente: Banco Central del Paraguay

El consumo total registró un crecimiento interanual de 4,3%, explicado por la dinámica positiva del consumo privado, reflejo de una expansión en los servicios (como consumo de electricidad y agua, servicios financieros, restaurantes y hoteles, servicios a los hogares, de transporte e inmobiliarios), así como en bienes no durables (combustibles, productos químico-farmacéuticos, alimentos y bebidas), bienes durables (vehículos automotores, electrodomésticos y electrónica y muebles) y, en menor

medida, los bienes semi-durables (textiles y prendas de vestir, cueros y calzados y papel). Por su parte, el consumo del gobierno se incrementó 1,1% interanual, explicado por el componente de remuneraciones.

Gráfico III.6. Componentes del consumo privado

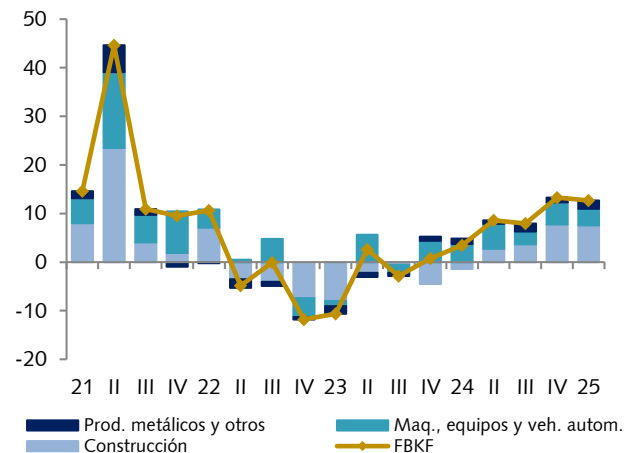
Incidencias. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.7. Componentes de la inversión (FBKF)

Incidencias. Porcentaje



A su vez, la formación bruta de capital fijo (FBKF) mantuvo su tendencia positiva por sexto trimestre consecutivo, con un crecimiento interanual de 12,7%, explicado por los incrementos en inversiones en la construcción y maquinarias y equipos (gráfico III.7).

Por su parte, la demanda externa neta tuvo una incidencia negativa en el primer trimestre del 2025, debido a un mayor dinamismo de las importaciones en relación con las exportaciones.

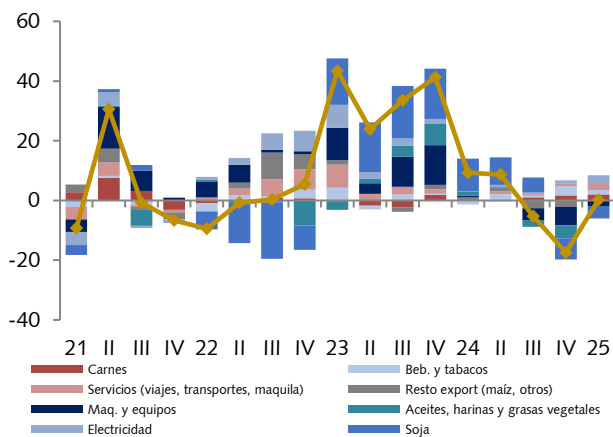
Las exportaciones registraron un leve crecimiento interanual de 0,2%, con aumentos en las exportaciones de carne bovina, bebidas y tabaco, pero con reducciones en soja y bienes vinculados con las reexportaciones. En servicios, las exportaciones de servicios de restaurantes y hoteles exhibieron una evolución favorable, mientras que las asociadas a la maquila mostraron una incidencia negativa. La incidencia de las exportaciones de bienes fue de -2,3 p.p. y la de los servicios fue de 2,5 p.p. (gráfico III.8).

Las importaciones de bienes y servicios crecieron 9,0% interanual, explicado principalmente por las importaciones de maquinarias y equipos y productos farmacéuticos. En contraste, se dieron reducciones en las importaciones de productos químicos y combustibles y lubricantes. Las importaciones de servicios se expandieron, en línea con mayores importaciones asociadas al transporte, mientras que se contrajo el gasto en servicios de restaurantes y hoteles. La incidencia de las importaciones de bienes fue 7,3 p.p., mientras que la de los servicios fue 1,7 p.p. (gráfico III.9).



Gráfico III.8. Componentes de las exportaciones de bienes y servicios

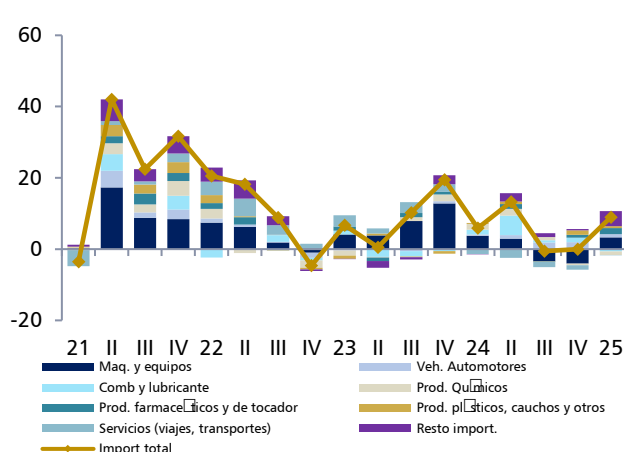
Incidencias. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay

Gráfico III.9. Componentes de las importaciones de bienes y servicios

Incidencias. Porcentaje



En términos de contribución al crecimiento del PIB, la demanda interna fue el principal componente que incidió positivamente (8,9 p.p.), destacándose la formación bruta de capital con 5,8 p.p. y el consumo total con 3,1 p.p. Por el contrario, las exportaciones netas verificaron una incidencia de -3,1 p.p. en el primer trimestre de 2025.

Los indicadores adelantados de la actividad económica anticipan nuevamente un desenvolvimiento favorable del PIB del segundo trimestre de 2025, impulsado por los mejores desempeños de la ganadería, manufactura, servicios, construcción y el buen dinamismo en la generación de energía eléctrica por parte de las binacionales.

Inflación

Desde el último IPOM, la inflación total se ha moderado, debido principalmente a la reversión de los componentes volátiles de la canasta. En el segundo trimestre, el promedio de la variación mensual del IPC fue 0,1%, por debajo del 0,9% observado en el primer trimestre (gráfico III.10). Asimismo, la inflación mensual promedio del índice de frutas y verduras se redujo de 9,8% en el primer trimestre a -4,9% en el segundo trimestre. Las distintas medidas de tendencia de la inflación, en términos mensuales, también se han desacelerado durante este último periodo.

En términos interanuales, la inflación promedio fue 3,8% en el segundo trimestre, inferior al 4,2% del trimestre anterior. Como puede notarse en el gráfico III.11, la inflación interanual de los últimos meses se ha explicado por aumentos en algunos alimentos (principalmente la carne vacuna), servicios y otros bienes no alimenticios (especialmente los bienes durables de origen importado). En contrapartida, los precios de las frutas y verduras y de los combustibles se redujeron interanualmente entre los meses de abril y junio.

Gráfico III.10. Inflación total (IPC)

Incidencias en la inflación mensual (p.p.)

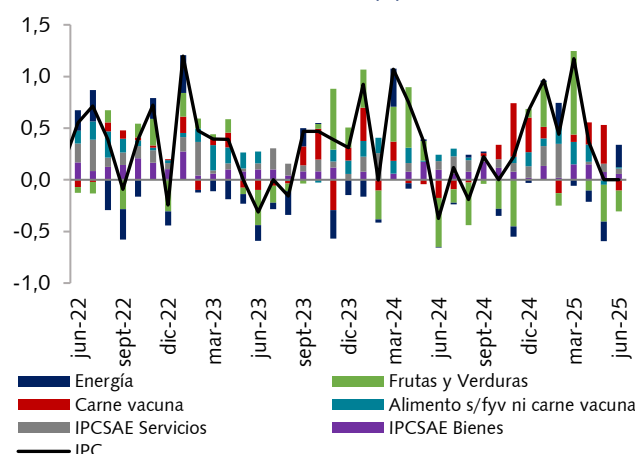
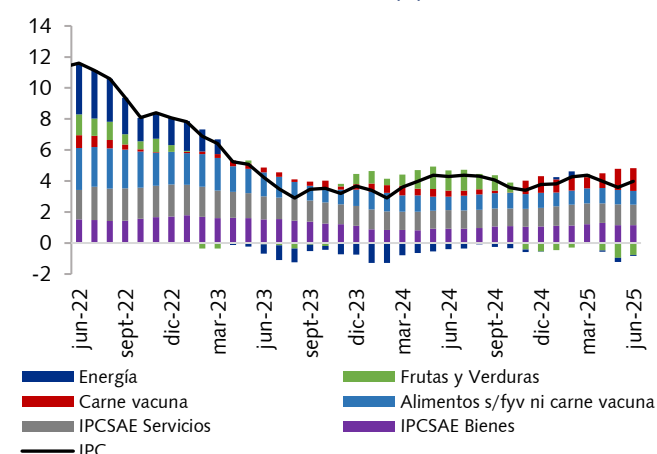


Gráfico III.11. Inflación total (IPC)

Incidencias en la inflación interanual (p.p.)

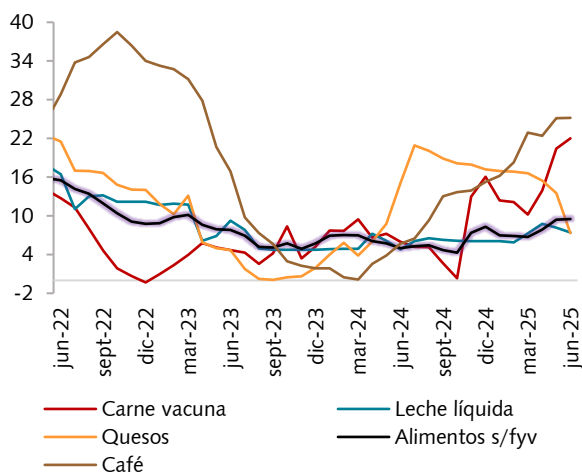


Fuente: Banco Central del Paraguay.

La inflación de alimentos sin frutas y verduras mostró una trayectoria al alza desde finales del 2024, explicada por incrementos en productos específicos como los distintos cortes de carne vacuna, productos lácteos (leche líquida y quesos), café, entre otros. Aunque los productos lácteos mostraron cierta moderación en términos interanuales, su variación se mantuvo por encima del 7% al cierre de junio (gráfico III.12).

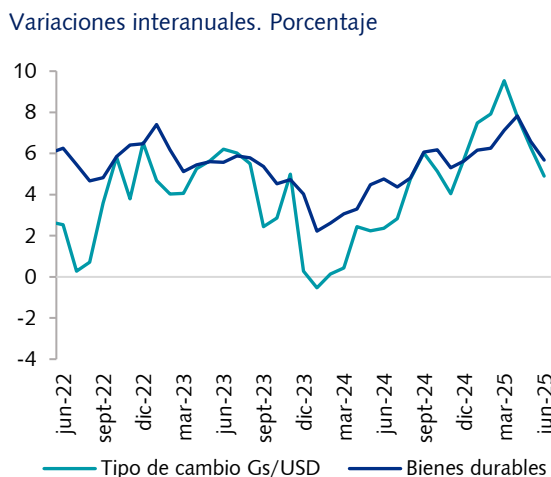
Los bienes durables de origen importado continuaron registrando aumentos interanuales, destacándose los automóviles, teléfonos móviles, algunos electrodomésticos, electrónicos y herramientas para el hogar (gráfico III.13).

Gráfico III.12. IPC de alimentos
Variaciones interanuales. Porcentaje



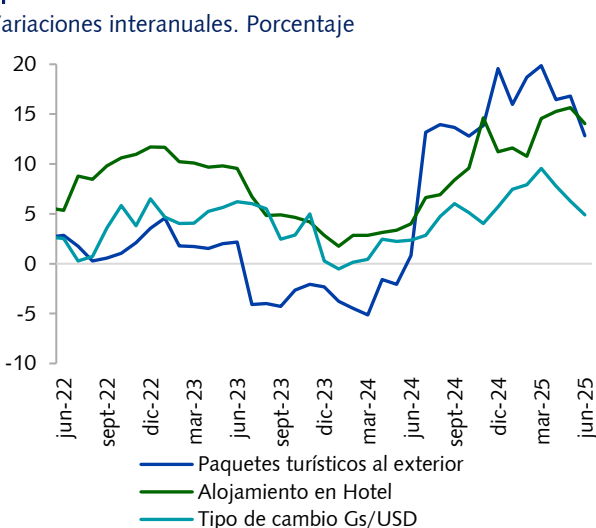
Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.13. IPC de bienes durables y tipo de cambio.
Variaciones interanuales. Porcentaje



Por otro lado, en servicios, los aumentos más significativos se registraron en comidas y bebidas servidas en bares y restaurantes, paquetes turísticos, alojamiento en hoteles, y pasajes internacionales de ómnibus y micros. Estas variaciones responden tanto a la evolución del tipo de cambio nominal guaraní/dólar como al encarecimiento de ciertos alimentos, en el caso de los servicios vinculados a la gastronomía (gráficos III.14 y III.15).

Gráfico III.14. IPC de servicios relacionados con el tipo de cambio.
Variaciones interanuales. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.15. IPC de restaurantes y alimentos.
Variaciones interanuales. Porcentaje

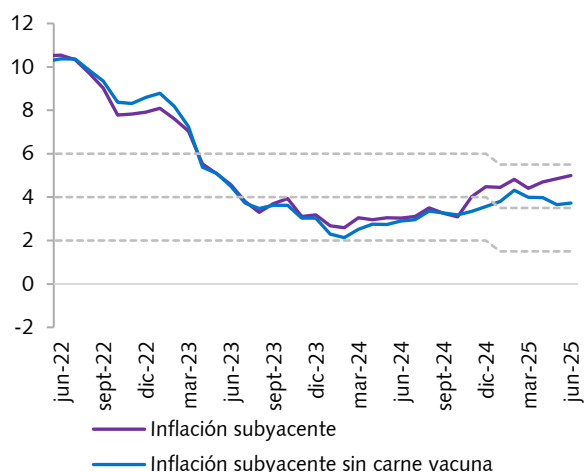


En términos interanuales, el promedio de la inflación subyacente se situó en 4,8% en el segundo trimestre, superior al 4,6% del trimestre previo. En tanto, la inflación subyacente X1 promedió una tasa interanual de 5,7%, superando el 5,1% del primer trimestre. Al excluir la carne vacuna, estas tasas se redujeron a 3,8% y 4,6%, respectivamente, lo que evidencia una incidencia significativa de este componente en la dinámica reciente de los precios, así como una evolución más contenida para el resto de los bienes y servicios de la canasta (gráfico III.16 y III.17).



Gráfico III.16. Inflación subyacente.

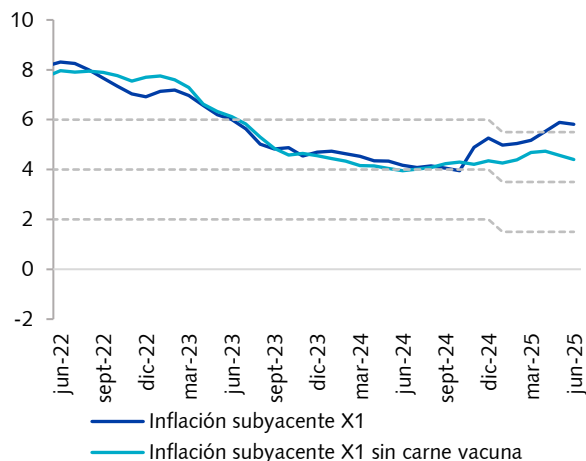
Variaciones interanuales. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.17. Inflación subyacente X1.

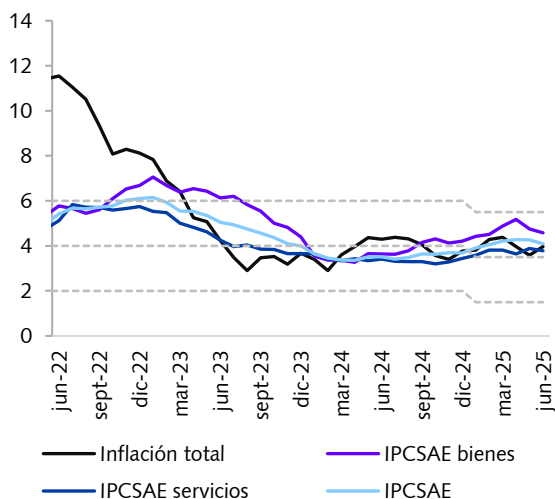
Variaciones interanuales. Porcentaje



Por otro lado, el IPCSAE promedió una variación interanual de 4,2%, levemente superior al 4,1% del primer trimestre. Al desagregar, el IPCSAE “bienes” registró una inflación interanual promedio de 4,8% (4,6% en el trimestre previo), explicada principalmente por los bienes durables de origen importado. En el caso del IPCSAE “servicios”, la variación interanual promedio fue 3,8% (3,7% en el trimestre previo), tasa que se explica en gran medida por los servicios vinculados al tipo de cambio y a los alimentos, como se ha mencionado anteriormente (gráfico III. 18).

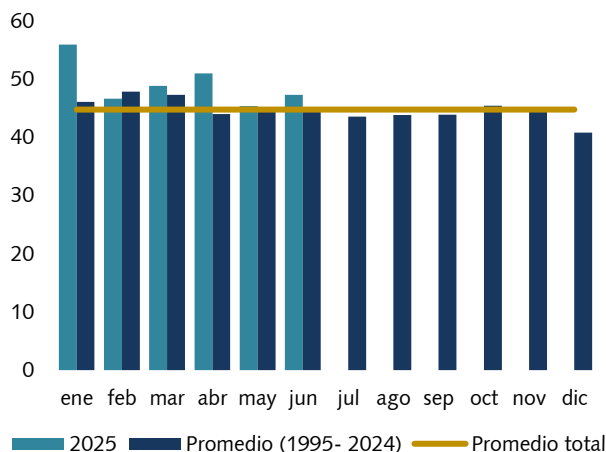
Gráfico III.18. IPC e IPCSAE.

Variaciones interanuales. Porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico III.19. Proporción de variaciones positivas de la inflación (>0). Porcentaje.



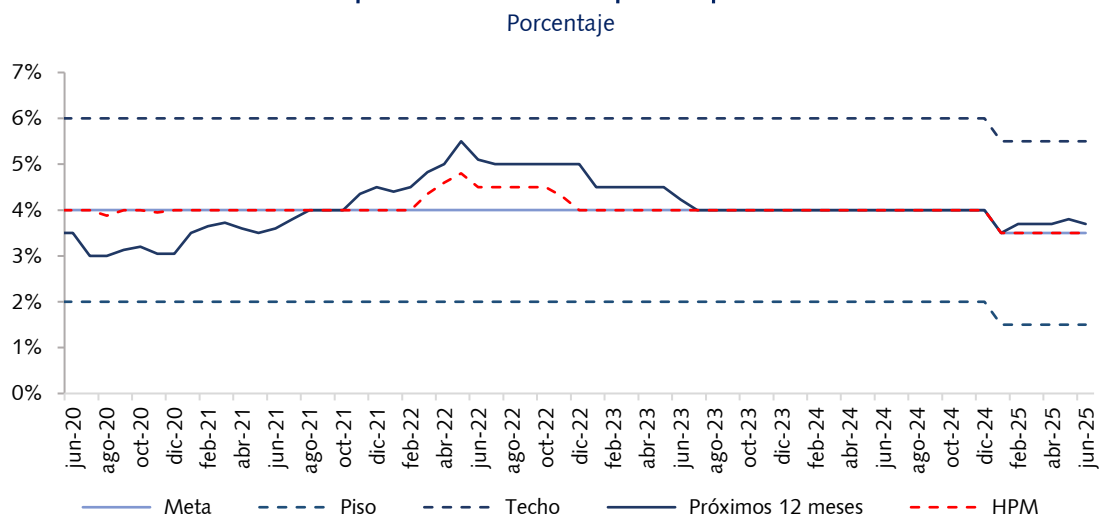
Por otra parte, el indicador de difusión de la inflación (que mide la proporción de precios con variaciones positivas) se ha moderado entre mayo y junio, con respecto a los primeros meses del año. El promedio para el segundo trimestre se situó en 47,9%, cifra inferior a la registrada en el trimestre previo (50,5%), aunque superior al promedio histórico (44,8%) (gráfico III.19).

Finalmente, en el segundo trimestre del año 2025, las expectativas de inflación de los agentes económicos para los próximos 12 meses se mantuvieron en torno al 3,7% y para el horizonte de



política monetaria se ubicaron en 3,5%, en línea con la nueva meta establecida por el BCP (gráfico III.20).

Gráfico III.20. Expectativas de inflación para los períodos consultados.



Fuente: Banco Central del Paraguay.



Cuenta Corriente

Según los últimos datos disponibles de las cuentas externas, el saldo de la balanza comercial de 2024 fue revisado de USD -1.094,0 millones a USD -1.169,9 millones, debido principalmente a una corrección a la baja en las exportaciones. Esta reducción se explicó por ajustes realizados en las reexportaciones y en las exportaciones de energía eléctrica. Así también, se realizó una leve corrección en los ingresos primarios. Así, el saldo estimado de la cuenta corriente se modificó de USD -1.666,0 millones a USD -1.742,3 millones, equivalente al 3,9% del PIB (tabla III.3).

Tabla III.3. Cuenta Corriente
En millones de USD

	2023*	2024*	2025(f)
Cuenta Corriente	-176,6	-1.742,3	-1.715,2
Balanza Comercial	783,1	-1.169,9	-1.472,9
Exportaciones	16.125,5	14.665,4	14.775,4
Importaciones	15.342,4	15.835,3	16.248,3
Servicios	-49,7	112,6	241,2
Ingreso primario	-1.586,3	-1.494,6	-1.463,2
Ingreso secundario	676,4	809,6	979,6
Cuenta Corriente (% PIB)	-0,4%	-3,9%	-3,7%

(f) Proyección.

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Para 2025, el crecimiento previsto de las exportaciones de bienes se redujo de 2,1% a 0,7%, debido principalmente a revisiones a la baja en los valores de las reexportaciones, otras exportaciones y energía eléctrica. Por otro lado, la tasa de variación proyectada de las importaciones de bienes se ajustó al alza, de -0,5% a 2,6%, impulsada principalmente por mayores importaciones de bienes de consumo y de capital. Considerando estos ajustes, la balanza comercial cerraría con un saldo de aproximadamente USD -1.472,9 millones, frente a los USD -698,6 millones estimados en el IPoM anterior.

Teniendo en cuenta esta revisión, junto con cambios en la balanza de servicios, el ingreso primario y el ingreso secundario, el pronóstico del saldo de la cuenta corriente se redujo de USD -970,3 millones (-2,1% del PIB) a USD -1.715,2 millones (-3,7% del PIB).

Finanzas Públicas

A mayo de 2025, el ingreso total recaudado ascendió a 22,8 billones de guaraníes, registrando un incremento acumulado de 7,7% respecto al mismo periodo del año anterior. Este desempeño estuvo impulsado principalmente por el aumento de los ingresos tributarios (impuestos internos y externos), seguido por otros ingresos proveniente de las entidades binacionales y las contribuciones sociales. Por el contrario, se observó una reducción en los ingresos por donaciones.

Por otro lado, el gasto total obligado ascendió a 21,5 billones de guaraníes a mayo de 2025, reflejando un aumento de 6,6% interanual. Este crecimiento se debió a mayores remuneraciones a los empleados, prestaciones sociales, pago de intereses de la deuda y donaciones. No obstante, se registraron reducciones tanto en el uso de bienes y servicios como en otros gastos.

La adquisición neta de activos no financieros verificó un aumento interanual de 36,3%. Este incremento se explica por una mayor ejecución de la inversión pública en comparación con los años anteriores, destacándose principalmente las inversiones realizadas por el Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones (MOPC).

Como resultado, se registró un déficit acumulado de 1.198 mil millones de guaraníes al mes de mayo de 2025 (0,3% del PIB), equivalente a USD 153 millones. Conforme al plan de convergencia fiscal, en el presente año se prevé un déficit fiscal de 1,9% del PIB.

Tabla III.4. Finanzas públicas

Miles de millones de guaraníes

	Mayo 2024	Mayo 2025	Variación (%)
Ingreso total recaudado	21.135	22.768	7,7%
Ingresos tributarios	16.403	17.911	9,2%
Contrib. sociales	1.357	1.397	2,9%
Donaciones	735	666	-9,4%
Otros ingresos	2.640	2.794	5,8%
Gasto total obligado	20.155	21.495	6,6%
Remuneración a los empleados	8.305	9.003	8,4%
Uso de bienes y servicios	2.727	2.340	-14,2%
Intereses	2.676	2.991	11,8%
Donaciones	2.039	2.364	15,9%
Prestaciones sociales	3.684	4.167	13,1%
Otros gastos	724	631	-12,9%
Balance operativo	980	1.273	
Adquisición neta de activos no financieros	1.812	2.470	36,3%
Préstamo neto/endeudamiento neto	-832	-1.198	

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas (MEF)

IV. Escenarios para la inflación y balance de riesgos

Escenario base de proyección

En este apartado se describen las principales modificaciones en las trayectorias esperadas de las variables macroeconómicas evaluadas en la proyección base de la inflación local.

En lo referente a las variables externas, la proyección de crecimiento del PIB de los socios comerciales de Paraguay para el año 2025 se corrigió ligeramente al alza, de 2,5% a 2,6%. Esta modificación se explica, en mayor medida, por una mejora en las perspectivas económicas de Brasil, el socio comercial de mayor relevancia para Paraguay, cuyo pronóstico de crecimiento se elevó en 0,3 puntos porcentuales, de 2,0% a 2,3%. Adicionalmente, el ajuste al alza en la proyección de crecimiento de Argentina, de 4,5% a 5,0%, también contribuyó a elevar el crecimiento esperado del PIB de los socios comerciales de Paraguay para este año. En cuanto al 2026, se sigue pronosticando una moderación en el crecimiento del PIB externo, con una leve corrección a la baja desde el informe de marzo (tabla IV.1).

Tabla IV.1. Crecimiento del PIB Socios Comerciales

Proyección	Porcentaje		
	IPoM mar-25	IPoM jun-25	Δ p.p.
2025	2,5	2,6	+0,1
2026	2,3	2,2	-0,1

Fuente: Banco Central del Paraguay.

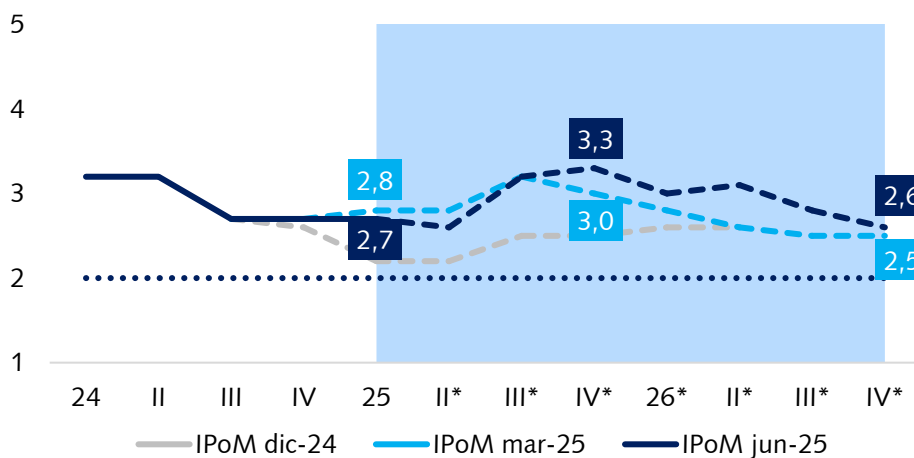
Con relación al comportamiento de los precios en Estados Unidos, se espera que la inflación del IPC se desacelere a un ritmo más lento de lo estimado en el informe de marzo. A partir del tercer trimestre de 2025, finalizaría el plazo para la entrada en vigor de los aranceles impuestos por el gobierno de EEUU. Por un lado, se levantaría la pausa en la aplicación de aranceles recíprocos superiores al 10% para la mayoría de los socios comerciales de EEUU, y se daría por terminado el acuerdo temporal entre China y EEUU que reducía las tasas arancelarias aplicadas mutuamente. Por otra parte, existe la incertidumbre sobre la entrada en vigor de nuevos aranceles a productos anunciados al principio del gobierno de Trump, pero que estaban pendientes de aplicación, o sobre nuevas modificaciones en aranceles ya vigentes. Como consecuencia de estas posibles acciones, se espera que la inflación se mantenga elevada a lo largo del 2025 y 2026, con un ritmo de desaceleración más lento de lo previsto en el IPoM de marzo (gráfico IV.1).

Se realizaron ajustes mixtos en las tasas esperadas de inflación de otras economías avanzadas y de la región, comparadas con el IPoM de marzo. Por el lado de las economías de la región, se realizaron ajustes al alza para la inflación de cierre de año, tanto para 2025 como para 2026. Estas modificaciones se explican principalmente por datos de inflación efectivos del primer trimestre de 2025, que resultaron ser superiores a los pronósticos de marzo. Además, en Brasil la inflación interanual ha permanecido por encima del límite superior de su rango objetivo durante todo el primer semestre de 2025 y las expectativas de inflación para los próximos 2 años continúan desancladas de la meta de 3% del Banco Central de Brasil. En contrapartida, las proyecciones de inflación para la Eurozona se ajustaron a la baja, en consonancia con los últimos datos observados, que ubican a la inflación interanual en torno a la meta de 2% (tabla IV.2).



Gráfico IV.1. Inflación del IPC de Estados Unidos

Variación interanual. Porcentaje



Fuente: Consensus Forecast.

Tabla IV.2. Inflación externa

Variación interanual. Porcentaje

	2024	2025			2026		
		IPoM mar-25	IPoM jun-25	Δ p.p.	IPoM mar-25	IPoM jun-25	Δ p.p.
IPC Eurozona*	2,4	2,2	2,0	-0,2	1,9	1,8	-0,1
IPCA Brasil	4,8	5,2	5,3	0,1	4,1	4,3	0,2
IPC Argentina	117,8	25,6	28,3	2,7	16,6	17,6	1,0

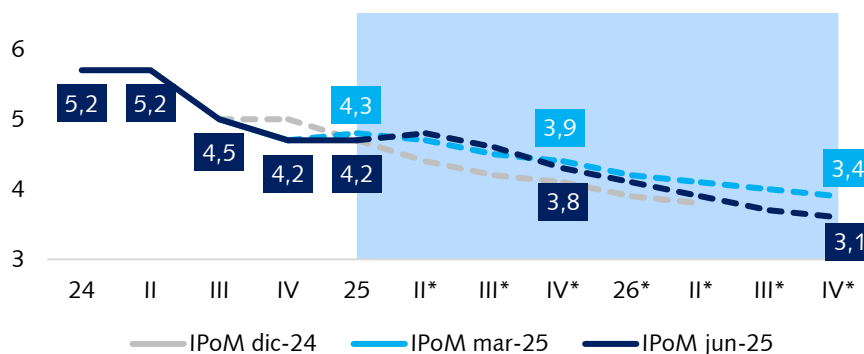
(*) Promedio anual

Fuente: Consensus Forecast.

En cuanto a las tasas de interés externas, se espera que los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 3 meses sigan una trayectoria similar a la del IPoM de marzo durante lo que resta del 2025. En línea con las expectativas del mercado de que la Reserva Federal realice dos recortes del rango objetivo de la tasa de los fondos federales de 25 pb (uno en septiembre y otro en diciembre de este año), se anticipa una reducción en los rendimientos de los bonos de corto plazo a partir del tercer trimestre de 2025. En lo que respecta al año 2026, los rendimientos esperados se encuentran levemente por debajo de la trayectoria esperada en marzo, ya que el mercado tiene la expectativa de una mayor cantidad de recortes de tasas de interés para dicho año, en comparación con lo previsto en el informe anterior (gráfico IV.2).



Gráfico IV.2. Rendimiento de bonos del tesoro de Estados Unidos a 3 meses.
Porcentaje



Fuente: Consensus Forecast.

Para el 2025, la proyección del crecimiento del PIB se revisó al alza de 4,0% a 4,4% debido a la mejor dinámica de los servicios, las manufacturas y la ganadería (tabla IV.3). Durante los primeros cinco meses del año, la expansión de la actividad económica ha sido superior a la prevista. En este escenario, el mayor crecimiento del PIB estaría impulsado por el sector servicios, cuya mejora, a su vez se encuentra explicada por la mejor dinámica esperada para comercio (de 4,2% a 5,3%). De igual forma, el sector primario registró un ajuste al alza, motivado por la mayor expansión del sector ganadero (de 2,3% a 5,0%), en un contexto de altos niveles de exportación en volumen y en valores. En cuanto al sector secundario, la revisión al alza se encuentra explicada por una mejora de la producción manufacturera (de 3,9% a 4,1%), mientras que los sectores electricidad y agua y construcción mantuvieron su previsión de crecimiento en 8,7% y 4,9%, respectivamente. En línea con la mayor recaudación de impuestos a los productos al mes de junio y el mayor dinamismo de la actividad económica, el pronóstico del crecimiento de impuestos se ajustó de 3,7% a 4,8%. Con estos resultados, el PIB que excluye la agricultura y las binacionales estaría registrando una expansión de 4,5% (4,0% en el informe anterior).

Tabla IV.3. Crecimiento del PIB (Sectores económicos)

Porcentaje

	2024*	2025 (f)	2025 (i)
Sector Primario	3,9	1,8	0,2
Agricultura	2,8	0,6	0,0
Ganadería	7,3	5,0	0,1
Sector Secundario	2,2	5,2	1,7
Manufactura	4,4	4,1	0,8
Construcción	5,3	4,9	0,3
Electricidad y Agua	-6,2	8,7	0,6
Sector Terciario	4,8	4,2	2,1
Gobierno General	3,2	2,4	0,2
Comercio	6,0	5,3	0,6
Otros Servicios	4,8	4,4	1,3
Impuestos	10,1	4,8	0,4
PIB a precios de mercado	4,2	4,4	
PIB sin agricultura y binacionales	5,6	4,5	

* Datos, preliminares, (f) Proyección, (i) Incidencia

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Por el lado del gasto, la revisión al alza del pronóstico de crecimiento del PIB se explica por la demanda interna (tabla IV.4). Así, destaca la corrección en la formación bruta de capital fijo, cuya previsión de expansión se ajustó de 4,5% a 8,5%, explicada en gran parte por la dinámica de la inversión en maquinarias y equipos. De igual forma, otro componente que estaría registrando un crecimiento mayor al previsto es el consumo privado (de 4,3% a 4,9%), coherente con el mejor desempeño esperado del PIB sin agricultura y binacionales. La proyección de crecimiento de las exportaciones se ajustó de 3,0% a 1,3%, debido a menores exportaciones de energía eléctrica, granos de soja y reexportaciones. Por el lado de las importaciones, el ajuste (de 2,8% a 4,0%) se encuentra explicado por el mayor nivel de las importaciones en general, y especialmente de bienes de capital y bienes de consumo.

Tabla IV.4. Crecimiento del PIB (componentes del gasto) y cuenta corriente

Porcentaje

	2024*	2025 (f)
PIB	4,2	4,4
Demanda Interna	6,7	5,4
Formación bruta de capital fijo	8,3	8,5
Consumo total	5,5	4,2
Consumo privado	5,2	4,9
Consumo público	7,1	0,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,6	1,3
Importaciones de bienes y servicios	4,2	4,0
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,9	-3,7

* Datos, preliminares, (f) Proyección

Fuente: Banco Central del Paraguay.

Proyecciones de inflación

El pronóstico de inflación para 2025 se revisó de 3,8% a 4,0%, previéndose la convergencia a la meta del 3,5% en el horizonte de política monetaria (tabla IV.5). Si bien se ha observado una reversión de los incrementos de precios de los componentes volátiles de la canasta del IPC durante el segundo trimestre, el pronóstico de inflación fue ajustado al alza debido principalmente a los aumentos de precios registrados en otros productos alimenticios, particularmente los cárnicos, los cuales han seguido aumentando desde el último informe. Por otro lado, no se evidencian presiones inflacionarias relevantes por el lado de la actividad económica externa o de los precios de los *commodities*. Considerando la ausencia de nuevos choques, se prevé que la inflación cierre 2025 en 4,0%, esperándose la convergencia a la meta del 3,5% en el horizonte de política monetaria.

Tabla IV.5. Proyecciones de inflación

Porcentaje

	2024	2025 (f)	2026 (f)	2027 (f)
Inflación IPC diciembre (*)	3,8	4,0	3,5	
Inflación IPC en torno a 2 años (**)				3,5
Inflación IPC SAE diciembre (*)	3,7	3,8	3,5	
Inflación IPC SAE en torno a 2 años (**)				3,5

(f) Proyección realizada con datos al mes de junio de 2025.

(*) Corresponde a la inflación de fin de periodo.

(**) Corresponde a la inflación proyectada para el segundo trimestre de 2027.

Fuente: Banco Central del Paraguay.

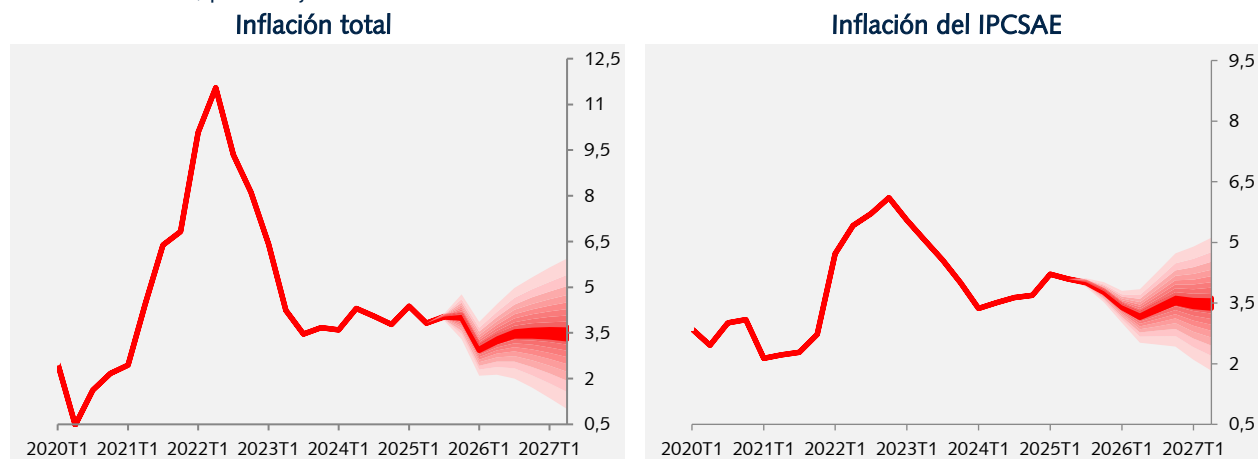
Escenarios de Riesgo

Como en el IPOM anterior, los principales riesgos para la actividad económica y/o para la inflación local continúan siendo predominantemente de carácter externo. En los últimos meses, el escenario global ha estado marcado por un aumento significativo de la incertidumbre, especialmente en torno a la política económica de Estados Unidos. La evolución incierta sobre su política comercial, junto con una creciente preocupación por el deterioro fiscal, ha elevado la percepción de riesgo soberano, ejerciendo presiones alcistas sobre las tasas de interés de largo plazo y debilitando el dólar a nivel global. A ello se sumó, hacia mediados de junio, un escalamiento de las tensiones geopolíticas en Medio Oriente. En este contexto, persiste la dificultad de anticipar con precisión la evolución de estas dinámicas y sus efectos sobre la economía mundial. La implementación de nuevas barreras comerciales y la adopción de medidas de represalia podrían profundizar la desaceleración de la actividad global y generar disrupciones en las cadenas globales de suministro, con efectos potencialmente inflacionarios. Además, una menor demanda internacional podría contribuir a estabilizar o incluso reducir los precios de los *commodities* agrícolas y energéticos. Sin embargo, unas condiciones climáticas adversas o una mayor escalada de los conflictos geopolíticos podrían ejercer presiones alcistas sobre dichos precios y acentuar su volatilidad.



Gráfico IV.3. Proyecciones de inflación

Tasas interanuales, porcentaje



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Recuadro I: Traspaso de los precios internacionales del petróleo a la inflación en Paraguay

Introducción

Una de las características estructurales más relevantes de la economía de Paraguay es su dependencia de los combustibles importados. En consecuencia, las oscilaciones del precio internacional del petróleo podrían tener repercusiones en la inflación doméstica. Un claro ejemplo se dio a finales de febrero de 2022, con el estallido de la guerra Rusia-Ucrania, cuando el crudo experimentó un fuerte incremento que presionó al alza los precios locales de los combustibles y, de manera indirecta, elevó los costos de otros componentes de la canasta del IPC.

Comprender la naturaleza y el alcance de este traspaso (*pass-through*) es fundamental para la toma de decisiones de política monetaria, sobre todo en un contexto internacional marcado por constantes conflictos geopolíticos en regiones clave de producción de crudo e incertidumbre en la demanda global.

El objetivo de este recuadro es cuantificar la magnitud y la velocidad del *pass-through* del precio del petróleo en Paraguay. Para lograrlo, el estudio se estructura en torno a dos preguntas de investigación:

1. ¿Cuál es la magnitud y la velocidad con la que los cambios en los precios internacionales del petróleo se transmiten a los precios del consumidor en Paraguay?
2. ¿Existe una asimetría en esta transmisión? Es decir, ¿los aumentos de precios del petróleo se trasladan a la inflación de manera diferente que las reducciones de precios?

Los resultados empíricos obtenidos a través de distintas metodologías econométricas indican consistentemente un *pass-through* incompleto a la inflación. La velocidad del traspaso es rápida, con la mayor parte del impacto ocurriendo en los primeros cuatro meses posteriores al *shock*. Adicionalmente, el estudio encuentra evidencia que no descarta la existencia de un traspaso asimétrico, donde los aumentos en el precio del petróleo tienen un efecto más pronunciado sobre la inflación que las disminuciones de igual magnitud. Estos hallazgos proporcionan una comprensión más profunda de cómo los *shocks* externos de precios de la energía se propagan a través de la economía nacional.

Datos y marco metodológico

El análisis empírico se basa en datos de frecuencia mensual que cubren el período comprendido entre mayo de 2011 (inicio del Esquema de Metas de Inflación) y marzo de 2024, y se apoya en tres enfoques econométricos complementarios.

1. Modelo de *Local Projections* (LP)

Esta metodología, popularizada por Jordà (2005), estima directamente la respuesta de una variable (o grupo de variables) a un *shock* en cada horizonte temporal, mediante una serie de regresiones individuales. La especificación general para cada horizonte (h) es la siguiente:

$$y_{t+h}^j = \alpha^j + \beta^j(h) \cdot shock_t + \sum_{i=1}^p \Phi_i^j(h) \cdot y_{t-i}^j + \sum_{i=1}^q \Psi_i^j(h) \cdot X_{t-i} + \varepsilon_{t+h}^j$$

y_{t+h}^j : Es la variable dependiente “j” en el período $t+h$, expresada como diferencia logarítmica respecto al mes anterior (variación mensual). Entre las variables endógenas, se incluyen el Índice de Precios al



Consumidor³, el Indicador Mensual de Actividad Económica (IMAEP) sin agricultura ni binacionales y la tasa de interés de Instrumentos de Regulación Monetaria (*proxy* de la Tasa de Política Monetaria).

shock_t: Es el regresor de interés, que corresponde al *shock* exógeno del precio del petróleo en el período t . Siguiendo la literatura utilizada en el presente estudio, el *shock* del petróleo se define como la diferencia logarítmica respecto al mes inmediato anterior del precio real del crudo WTI, es decir, $\Delta \ln(\text{WTI}/\text{IPC}_{\text{USA}})$.

$\beta^j(h)$: Es el parámetro de interés. Representa la respuesta de la variable endógena j en el horizonte h ante un *shock* unitario en el precio del petróleo. La colección de estos coeficientes estimados, $\beta^j(h)_{h=0}^H$, para todos los horizontes $h=0$ hasta H , constituye la **Función de Impulso-Respuesta (IRF)** de la variable j al *shock* de interés.

y_{t-i}^j y X_{t-i} : Consideran la influencia de los valores pasados de la propia variable dependiente y de otros indicadores económicos. Dado el comovimiento existente entre los distintos precios de *commodities*, se destaca la inclusión del Índice de Precios de *Commodities* relevantes para Paraguay (ICCPRY), con el objetivo de aislar el efecto puro del *shock* del petróleo de factores comunes que afectan igualmente a otras materias primas.

La selección del número óptimo de rezagos en los modelos se realizó utilizando el Criterio de Información de Akaike corregido (AICc). Asimismo, se emplearon errores estándar de Newey-West con el fin de corregir la posible presencia de heterocedasticidad y autocorrelación en los residuos. El horizonte temporal máximo para el análisis de las funciones de impulso-respuesta (IRF) se estableció en 12 meses, permitiendo observar tanto los efectos a corto como a mediano plazo.

2. Modelo VAR Estructural (SVAR)

Las variables incluidas, los procedimientos seguidos y el horizonte temporal de la IRF considerados en el SVAR son similares a los ya descritos para el modelo LP. En este caso, a diferencia de los modelos LP, que estiman las IRF en cada horizonte de tiempo h , los modelos SVAR estiman el sistema completo y luego derivan las IRF. Para identificar los *shocks* estructurales a partir de los errores del modelo reducido, se empleó una descomposición de *Cholesky*⁴.

3. Local Projections y SVAR con Variable Instrumental (IV-LP y IV-SVAR)

Una de las limitaciones de utilizar la variación del precio del WTI como proxy para identificar un *shock* de petróleo es que no permite distinguir claramente su origen. Un aumento en el precio del petróleo puede deberse, por ejemplo, a un incremento inesperado en la demanda agregada global —como ocurre cuando economías como China o Estados Unidos aceleran su crecimiento—, pero también puede originarse en temores sobre la oferta futura, como en situaciones de disrupciones imprevistas en la producción.

³ Los resultados se estiman sobre el IPC subyacente para evitar el ruido generado por la alta volatilidad de los rubros frutihortícolas incluidos en el IPC total. También se incluyen los efectos sobre el IPC de combustibles y el IPC de servicios, lo que permite diferenciar los impactos directos e indirectos del shock en estudio. Es importante mencionar que los hallazgos se mantienen robustos al: 1) considerar otras medidas de inflación, 2) sustituir el tipo de cambio nominal por el tipo de cambio real multilateral, y 3) utilizar la variación mensual del precio nominal del crudo (WTI o Brent), en lugar de la serie del WTI deflactado por el IPC de EE. UU.

⁴ Luego del shock del petróleo, el orden es TCN, IPC, IMAEP, TPM; aunque se destaca que los resultados son robustos a distintos ordenamientos.

Tal como señala Kilian (2009), comprender el origen del *shock* es crucial para analizar sus consecuencias macroeconómicas: “Un cambio en el precio del petróleo provocado por un *shock* no anticipado en la demanda agregada global tendrá un efecto muy diferente al de un cambio en el precio del petróleo causado por un aumento no anticipado en la demanda precautoria motivada por temores sobre posible escasez”. Una de las conclusiones más relevantes de este estudio es que los *shocks* de oferta tienden a generar contracciones económicas, a diferencia de los *shocks* de demanda.

Para abordar este desafío de identificación, se utiliza el *shock* de noticias sobre la oferta de petróleo propuesto por Känzig (2021) como variable instrumental. Este instrumento se basa en sorpresas informativas sobre la oferta futura de crudo, identificadas mediante movimientos bruscos en los precios de los futuros del petróleo ocurridos alrededor de los comunicados de prensa de la OPEP. El objetivo de emplear esta variable en un enfoque IV-LP e IV-SVAR es identificar el efecto de un *shock* de oferta de petróleo "puro" sobre la inflación doméstica.

Resultados Empíricos: Traspaso a la inflación

Al comparar los resultados de los modelos LP y SVAR ante un *shock* del petróleo de 1%, medido como un aumento en el precio real del WTI (Gráfico I.1), se observa un *pass-through* rápido durante los primeros cuatro meses, aunque claramente incompleto (menor a uno). A los 12 meses, el modelo LP estima una respuesta acumulada del IPC subyacente del 0,04%, mientras que el modelo SVAR estima un incremento ligeramente menor, del 0,03%.

Gráfico I.1. *Pass-through* considerando un *shock* del precio real WTI

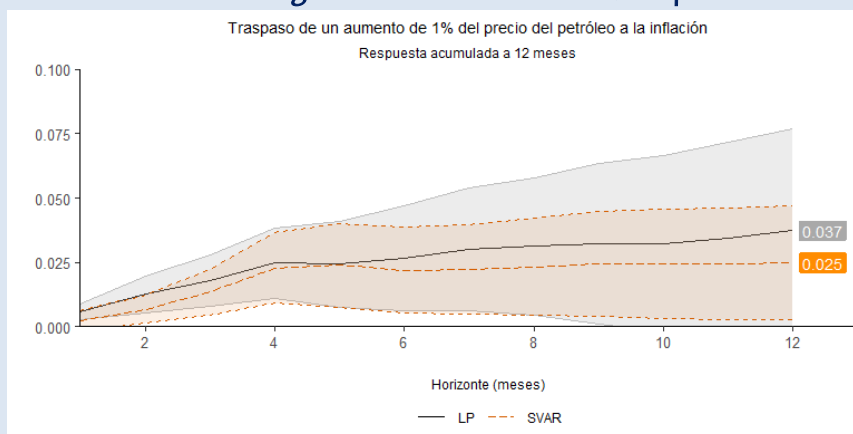
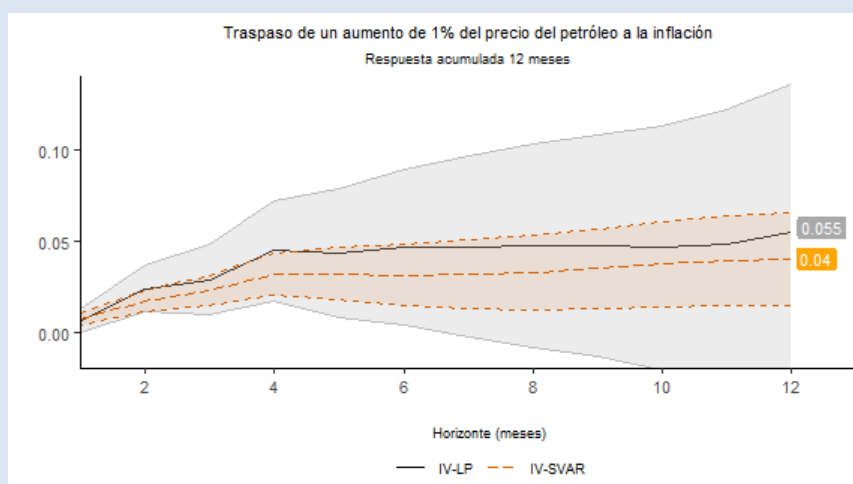


Gráfico I.2. *Pass-through* considerando un *shock* de noticias sobre la oferta de petróleo

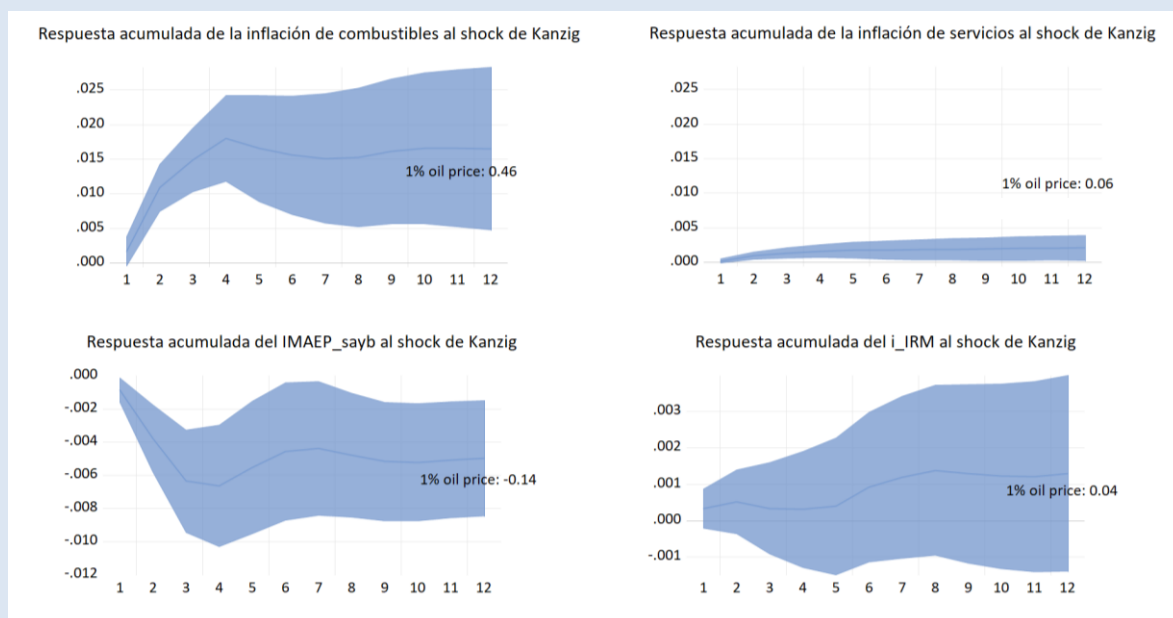


Cuando se utiliza el instrumento propuesto por Känzig (2021) para identificar un *shock* de oferta de petróleo “puro”, los resultados muestran un *pass-through* de mayor magnitud. A los 12 meses, un aumento del 1% del petróleo atribuido exclusivamente a un *shock* de oferta, genera un aumento acumulado de 0,04% y 0,055% en el IPC subyacente, según los modelos IV-SVAR e IV-LP, respectivamente.

Efecto directo e indirecto del *shock* del petróleo

Para comprender cómo se propaga un *shock* de oferta de petróleo en la economía, se analizan a continuación las respuestas de las principales variables domésticas, utilizando una versión ligeramente modificada del modelo SVAR, que incorporan la inflación de combustibles y de servicios en lugar de la inflación subyacente.

Gráfico I.3. Respuesta acumulada a un *shock* de noticias sobre la oferta de petróleo



- **Inflación de Combustibles:** El canal de transmisión más directo es el de los precios domésticos de los combustibles. Un *shock* de oferta del 1% genera una respuesta acumulada del 0,46% en la inflación de los combustibles a lo largo de 12 meses. Este es un efecto de primer orden, reflejando un traspaso rápido a los precios de los combustibles.

El traspaso incompleto a los combustibles domésticos puede atribuirse a la estructura de costos de los distintos emblemas importadores, ya que los combustibles importados representan solo una parte del costo total. Otros componentes, como los gastos administrativos y operativos, no necesariamente se ven afectados por los aumentos del petróleo. Además, hasta mediados de 2018, el precio local del gasoil —uno de los rubros con mayor peso dentro del IPC de combustibles— estuvo regulado por el gobierno, lo cual también pudo limitar la transmisión.

- **Inflación de Servicios:** Los efectos de segundo orden se reflejan en la inflación de servicios. La respuesta es más gradual y de menor magnitud, con un aumento acumulado del 0,06%.

Por otro lado, de manera consistente con la literatura, un *shock* de oferta de petróleo tiene efectos contractivos sobre la actividad económica. Finalmente, se observa una respuesta de la política monetaria del Banco Central del Paraguay (BCP) ante las presiones inflacionarias. Esta reacción busca anclar las expectativas de inflación y contener los efectos de segunda ronda. Sin embargo, la respuesta estimada no es estadísticamente significativa.

Asimetría en el *pass-through*

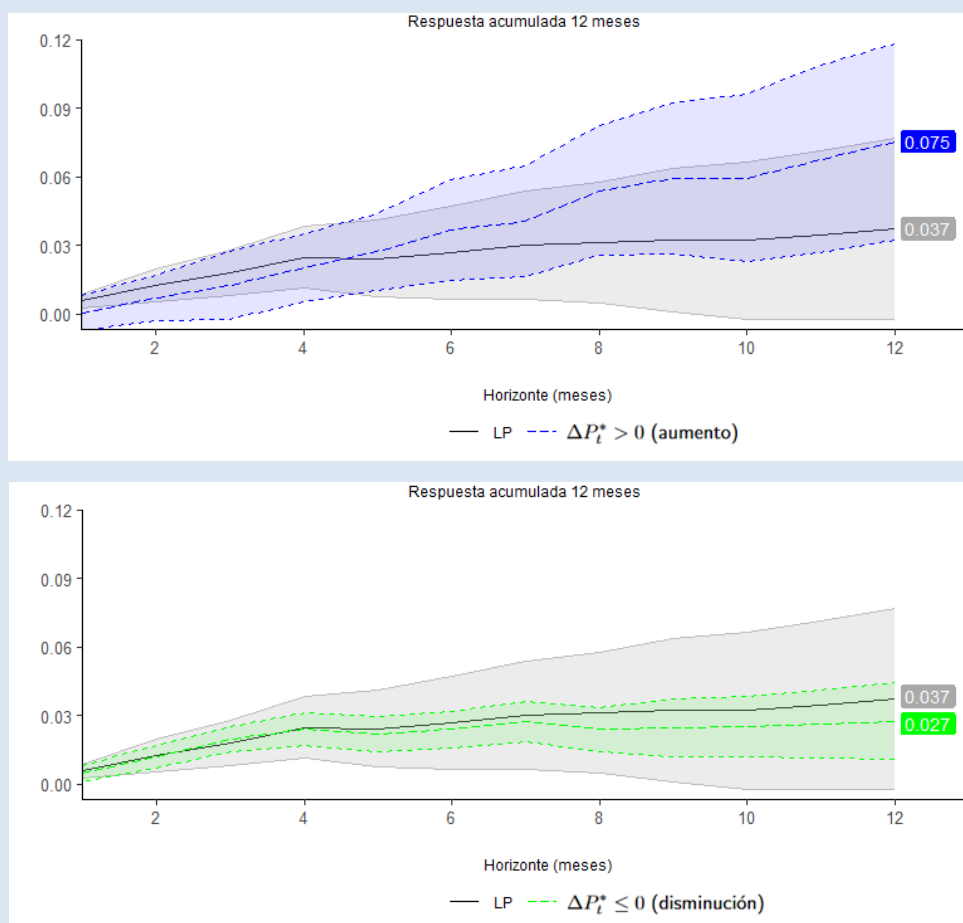
Por último, se analiza si los aumentos en el precio del petróleo se transmiten a la inflación de forma más rápida y completa que las disminuciones. Para ello, se emplea el mismo modelo de *Local Projections* utilizado previamente con el *shock* del precio real del WTI, pero incorporando una variable *dummy* que toma el valor de 1 si el *shock* es positivo, y 0 si es negativo. Esta especificación permite diferenciar el efecto de los *shocks* positivos y negativos, lo que posibilita evaluar la posible asimetría en el traspaso de precios del petróleo a la inflación.

$$y_{t+h}^j = \alpha^j + \beta_1^j(h) \cdot shock_t \cdot \delta_t + \beta_2^j(h) \cdot shock_t \cdot (1 - \delta_t) + \sum_{i=1}^p \Phi_i^j(h) y_{t-i}^j + \sum_{i=1}^q \Psi_i^j(h) X_{t-i} + \varepsilon_{t+h}^j;$$

$\delta_t = 1$ si $\Delta P_t^* > 0$ (aumento), 0 si $\Delta P_t^* \leq 0$ (disminución)

Como puede observarse en los Gráficos I.4 y I.5, los resultados no descartan la presencia de asimetría. El traspaso a 12 meses de un **aumento** del 1% en el precio real del petróleo es de aproximadamente 0,075%. En contraste, el traspaso de una **reducción** de igual magnitud es más bajo, de 0,027%.

Gráficos I.4 y I.5. Traspaso de un *shock* positivo y negativo a la inflación subyacente





Conclusiones

Este estudio ha proporcionado un análisis del traspaso de los precios internacionales del petróleo a la inflación en Paraguay, utilizando varias metodologías econométricas. Los principales hallazgos empíricos se pueden resumir en tres puntos clave:

1. **Transmisión rápida del *shock*:** Gran parte del efecto total del *pass-through* se materializa en los primeros cuatro meses posteriores al *shock* inicial, especialmente a través del canal directo de los precios de los combustibles. Según las distintas metodologías, la respuesta acumulada 12 meses del IPC subyacente ante un *shock* de 1% del precio del petróleo se encuentra entre 0,025% y 0,055%.
2. **Traspaso incompleto del *shock* a los precios domésticos de los combustibles.**
3. **Asimetría en el traspaso:** El aumento del IPC ante un *shock* positivo sería mayor que la disminución del IPC ante un *shock* negativo de igual magnitud.

Referencias Bibliográficas

Jordà, Ò., & Taylor, A. M. (2024, agosto 12). *Local projections* (Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper No. 2024-24). Federal Reserve Bank of San Francisco.

Montiel Olea, J. L., Qian, E., Plagborg-Møller, M., & Wolf, C. K. (2025). *Local projections or VARs? A primer for macroeconomists*. Cornell University; Princeton University; MIT & NBER.

Montiel Olea, J. L., Stock, J. H., & Watson, M. W. (2021). *Inference in structural vector autoregressions identified with an external instrument*. *Journal of Econometrics*, 225(1), 74–87.

Kilian, L. (2009). *Not all oil price shocks are alike: Disentangling demand and supply shocks in the crude oil market*. *American Economic Review*, 99(3), 1053–1069.

Känzig, D. R. (2021). *The macroeconomic effects of oil supply news: Evidence from OPEC announcements*. *American Economic Review*, 111(4), 1092–1125.



Recuadro II: Consideraciones conceptuales y metodológicas sobre la reciente medición de la economía subterránea en Paraguay

Introducción

En el Informe de Política Monetaria de diciembre de 2024, el Banco Central del Paraguay presentó, en el Recuadro II, un análisis sobre la distinción entre economía subterránea y economía informal en el marco del Sistema de Cuentas Nacionales 2008 (SCN 2008), así como las dificultades que existen para medir estos sectores de la Economía No Observada (ENO). En el mismo apartado también se expusieron las principales debilidades de las distintas metodologías utilizadas por la organización PRO Desarrollo para intentar medir la economía subterránea.

En este contexto, el presente recuadro tiene como objetivo analizar la reciente actualización metodológica implementada por la organización PRO Desarrollo, en colaboración con la consultora Mentu. En la misma, se busca implementar un método denominado MIMIC (Múltiples causas, múltiples indicadores, por sus siglas en inglés), basado en el artículo de Asllani, Dell'Anno y Schneider (2024). Sin embargo, la aplicación de este modelo presenta ciertas limitaciones metodológicas que merecen especial atención para una correcta evaluación de los resultados.

El recuadro está estructurado de la siguiente manera. En primer lugar, se presenta la definición de la producción subterránea y sus diferencias fundamentales con los otros componentes de la ENO. En segundo lugar, se presenta una descripción general del método MIMIC y sus principales debilidades. Finalmente, se exponen las principales observaciones sobre los resultados del trabajo de PRO Desarrollo del año 2025.

Producción subterránea en el marco conceptual en el Sistema de Cuentas Nacionales 2008.

Conforme a la definición del SCN 2008 y el *Handbook* de la OCDE (2003), la ENO abarca todas las actividades económicas que cumplen con los criterios para ser incluidas en el PIB, pero que no son plenamente captadas por los sistemas estadísticos. La ENO se clasifica en cinco componentes mutuamente excluyentes:

- **La producción subterránea**, que comprende actividades legales ocultas intencionalmente para evadir impuestos, contribuciones sociales o regulaciones;
- **La producción ilegal**, referida a bienes y servicios cuya venta o provisión está prohibida por ley;
- **La producción del sector informal**, generada por unidades económicas no registradas, normalmente de pequeña escala y sin personalidad jurídica;
- **La producción de hogares para uso propio**, como el autoconsumo agrícola; y
- **La producción faltante por deficiencias estadísticas.**

Esta distinción no solo tiene una importancia académica, sino que tiene un carácter fundamental para el diseño de políticas públicas apropiadas. La confusión entre estos conceptos conduce inevitablemente a sobreestimaciones (o subestimaciones) de los fenómenos económicos, políticas públicas mal dirigidas y pérdida de credibilidad en las estadísticas oficiales. El manual de la OCDE enfatiza que la correcta identificación de los componentes de la ENO es crucial para diseñar métodos de medición apropiados y realizar comparaciones internacionales válidas.



El método MIMIC - Características y limitaciones

El modelo MIMIC es un caso especial de los Modelos de Ecuaciones Estructurales desarrollado por Zellner (1970) y Goldberger (1972), donde la premisa se basa en la existencia de una variable latente no observable directamente (como el tamaño de la economía informal o subterránea) que puede ser inferida a través de sus relaciones causales con variables observables. El modelo postula dos tipos de relaciones: variables causales que determinan el tamaño de la economía no observada y variables indicadoras que reflejan la existencia y/o magnitudes de estas actividades.

La limitación fundamental del MIMIC es el problema de calibración. Este modelo solo puede producir un índice que indica la evolución relativa en el tiempo de la variable no observable (la economía subterránea en este caso), no así su magnitud (cómo, por ejemplo, el tamaño de la economía subterránea en términos del PIB). Es decir, el modelo solo puede proporcionar la dinámica o la trayectoria de la variable en cuestión, pero no el nivel. Para obtener una medida interpretable económicamente, es necesario "calibrar" el modelo usando una estimación externa de la variable para al menos un período.

Como señalan Asllani et al. (2024), "El modelo MIMIC debe calibrarse utilizando una referencia externa. Si la calibración es inconsistente o desactualizada, puede dar lugar a una distorsión de las estimaciones generales". Para el caso específico de la aplicación para medir la informalidad, Breusch (2005, 2016) demostró que diferentes procedimientos de calibración pueden producir resultados que difieren en 10-20 puntos porcentuales del PIB, lo que hace que los resultados fundamentalmente no sean confiables para propósitos de política pública.

El trabajo de Asllani et al. (2024) *"Long-Run Estimates of the Global Informal Economies"* representa un esfuerzo ambicioso para aplicar el modelo MIMIC a nivel global, introduciendo efectos fijos por país para controlar características estructurales invariantes en el tiempo. Los autores utilizan un panel de 152 países durante 1997-2022, con variables causales como la presión tributaria, la calidad regulatoria, el desempleo, el desarrollo económico y la calidad institucional, mientras que como indicadores emplean la participación laboral, el crecimiento del PIB oficial y el uso de efectivo.

Los autores son notablemente transparentes sobre las limitaciones de su metodología, dedicando secciones extensas a discutir el problema de calibración y citando críticas fundamentales al método. Reconocen explícitamente que "no existe un consenso claro en la literatura sobre cuál de los procedimientos de evaluación comparativa puede utilizarse para calcular los valores absolutos", lo cual es una admisión crucial sobre las limitaciones inherentes del método.

Análisis del trabajo reciente de PRO Desarrollo sobre la medición de la economía subterránea

El informe "Economía Subterránea - Informe 2024", publicado en junio de 2025, representa el más reciente de una serie anual iniciada en 2013, marcando un cambio metodológico hacia el método MIMIC. Sin embargo, su implementación presenta problemas fundamentales que comienzan con la confusión conceptual. Mientras Asllani et al. (2024) son explícitos en que estiman la "economía informal" siguiendo definiciones de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), PRO Desarrollo afirma medir la "economía subterránea" incluyendo actividades lícitas e ilícitas. Esta no es una diferencia semántica menor. Conforme a la definición del SCN 2008 y del Handbook de la OCDE (2003), la economía informal consiste principalmente en pequeñas unidades productivas no registradas operadas por hogares, mientras que la economía subterránea incluye la evasión fiscal deliberada de empresas y profesionales que operan formalmente, pero no incorpora actividades de producción informal ni ilegal.



En términos metodológicos, el informe no es transparente respecto a los detalles de los resultados obtenidos, como el reporte de pruebas estadísticas, las cuales son comúnmente requeridas en estudios rigurosos.

Sin embargo, el aspecto más crítico es la omisión del procedimiento de calibración. El informe no explica cómo se transformó el índice obtenido mediante el método MIMIC en una estimación de nivel (esto es, nivel de la economía subterránea con respecto al PIB), ni proporciona detalles sobre la metodología empleada para ello, a pesar de que este paso es fundamental para cuantificar el tamaño de la economía subterránea. Esta omisión resulta especialmente relevante, dado el énfasis que el propio informe pone en el nivel estimado, que sitúa en un 35,1% del PIB para 2024. Como se mencionó anteriormente, el método MIMIC solo permite obtener una trayectoria relativa y no un nivel absoluto. Por ello, no resulta posible evaluar la validez de los resultados presentados en el estudio.

Además, es importante resaltar las inconsistencias que se desprenden de los distintos informes publicados a lo largo del tiempo, las cuales evidencian la fragilidad de las metodologías comúnmente empleadas para medir la economía no observada. PRO Desarrollo, en su informe de 2024, utilizando otras metodologías, estimó la economía subterránea en 47,1% del PIB para 2023 (USD 23.595 millones), y luego, en su informe de 2025, con la nueva metodología, redujo su estimación a 35,1% para el 2024 (USD 15.777), una diferencia de 12 puntos porcentuales, que implica una disminución de la economía subterránea en más de USD 7.800 millones debido simplemente al cambio metodológico.

Los estándares internacionales y su aplicación en Paraguay

El SCN 2008 representa el consenso internacional sobre cómo medir la actividad económica de manera comprehensiva y comparable, proporcionando definiciones precisas y métodos validados para abordar la Economía No Observada.

Siguiendo estos estándares, y contrario a lo afirmado por el informe de PRO Desarrollo⁵, el Banco Central del Paraguay incorpora la ENO de forma agregada en las cuentas nacionales, utilizando múltiples fuentes y métodos complementarios que incluyen encuestas, registros administrativos y análisis de discrepancias para asegurar la exhaustividad del PIB. Este enfoque permite identificar y corregir omisiones específicas por sector, manteniendo la consistencia del sistema contable, en marcado contraste con los métodos de "macro-modelación" como el MIMIC que, según documenta el manual de la OCDE, tienden a producir estimaciones sistemáticamente exageradas.

Un ejemplo destacado de aplicación rigurosa de estos estándares internacionales en Paraguay es el estudio realizado por la Unión Industrial Paraguaya (UIP) en colaboración con la Organización Internacional del Trabajo (OIT), que aplicó la metodología del SCN 2008 para medir específicamente la economía informal. Partiendo de la definición operacional de la OIT, el estudio utilizó la Encuesta Permanente de Hogares complementada con múltiples registros administrativos, identificando unidades informales según criterios objetivos, estimando su producción con ajustes por subdeclaración típica, y aplicando ratios de valor agregado apropiados para cada sector económico. Los resultados muestran que la economía informal representa aproximadamente 20,5% del PIB con tendencia decreciente, cifra consistente con indicadores observables como el aumento sostenido de la formalización empresarial y la presión tributaria. Esta estimación de la UIP es metodológicamente más sólida, se basa en mediciones directas que pueden ser validadas por medio de diferentes

⁵ Según el Informe de PRO Desarrollo (2025) *"la economía subterránea es un fenómeno complejo, multidimensional y de difícil definición unívoca, ya que abarca tanto actividades legales como ilegales que, al no ser registradas oficialmente, escapan del cálculo del Producto Interno Bruto (PIB)"*.



aproximaciones, además de permitir comparaciones internacionales confiables, ilustrando cómo la adherencia a estándares internacionales produce resultados más creíbles y útiles para la política pública.

Implicaciones para la política económica y conclusiones

Las estimaciones sobre economía no observada tienen implicaciones directas y significativas para el diseño de políticas públicas. La volatilidad extrema de las estimaciones de PRO Desarrollo, con revisiones superiores a 10 puntos porcentuales del PIB, las hace particularmente problemáticas como base para decisiones de política económica, pues los hacedores de política que basaron sus estrategias en la estimación de 47,1% para 2023 habrían partido de premisas que el mismo organismo ahora sugiere estaban infladas en más de un tercio.

El análisis del informe de PRO Desarrollo 2025 revela problemas conceptuales y metodológicos fundamentales: la confusión entre economía subterránea, informal e ilegal, la aplicación del método MIMIC sin transparentar el crucial procedimiento de calibración, y las significativas revisiones, demuestran una falta de rigor en mediciones que pretenden orientar el debate público.

La responsabilidad de producir estadísticas confiables es significativa, pues las organizaciones que publican estas estimaciones deben asegurar rigurosidad metodológica, transparencia total, estabilidad temporal y comunicación clara de las limitaciones. Cuando estas condiciones no se cumplen, el resultado puede convertirse en un riesgo real para la política pública, con costos potenciales para el desarrollo económico y el bienestar social.

Referencias Bibliográficas

Asllani, A., Dell'Anno, R., & Schneider, F. (2024). *Long-Run Estimates of the Global Informal Economies and New Insights for 152 Countries over 1997 to 2022 Using an Enhanced MIMIC Approach* (Discussion Paper No. 17557). IZA Institute of Labor Economics. <https://www.iza.org/en/publications/dp/17557>

Banco Central del Paraguay. (2024, diciembre). *Recuadro II: Economía subterránea y economía informal en el marco del sistema de cuentas nacionales. Informe de Política Monetaria.* www.bcp.gov.py/documents/20117/81146/Recuadro+II+Economía+subterránea+y+economía+informal2.pdf/a15a1109-1e55-8856-eb2d-fc76e0d4eb50?t=1750438062437

Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2009). *Sistema de cuentas nacionales 2008* (traducido al español). https://www.cepal.org/sites/default/files/document/files/sna2008_web.pdf

OECD, IMF, ILO, & CIS-STAT. (2002). *Measuring the non-observed economy: A Handbook*. OECD Publishing, Paris. <https://doi.org/10.1787/9789264175358-en>

PRO Desarrollo. *Economía Subterránea*. Serie de informes anuales de 2013 a 2025. <https://pro.org.py/#informes>

Unión Industrial Paraguaya. (2022). *Economía Informal en Paraguay: Hoja de ruta de propuestas de políticas públicas para la formalización de la Economía Informal.* https://ui.org.py/wpcontent/uploads/2023/07/Etapa2_p3OIT_UIP.pdf