



REPORTE DE INFLACIÓN

Diciembre 2025

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2025-2027**

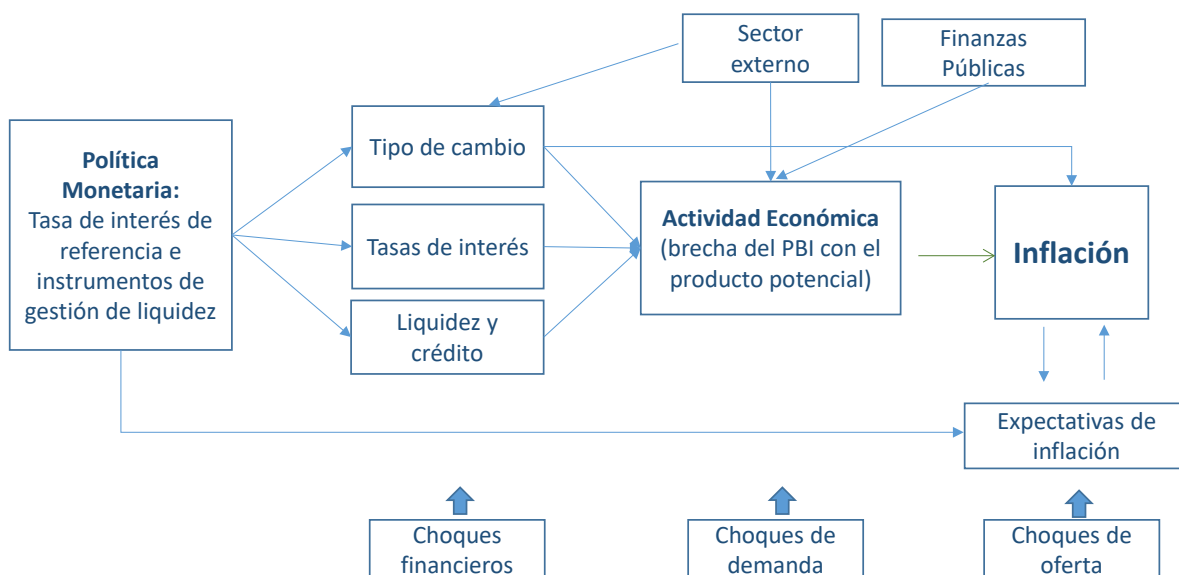


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Reporte de Inflación:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2025 - 2027

Diciembre de 2025



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Contenido

	Pág.
Prólogo	5
Resumen	6
I. Sector externo	10
– Evolución reciente de la actividad económica global	11
– Evolución reciente de la inflación	17
– Respuestas de política monetaria y fiscal	24
– Perspectivas de la economía global	27
– Mercados financieros internacionales	29
– Precios de los <i>commodities</i>	38
II. Balanza de pagos	57
– Términos de intercambio y balanza comercial de bienes	57
– Resultados de las cuentas externas	60
– Reservas Internacionales Netas	67
III. Actividad económica	76
– PBI sectorial	76
– PBI gasto	80
IV. Finanzas públicas	104
– Ingresos corrientes	106
– Gastos no financieros	108
– Postura fiscal	109
– Financiamiento y deuda	110
V. Política monetaria y condiciones financieras	121
– Acciones de política monetaria	121
– Mercado cambiario	136
– Liquidez	141
– Crédito al sector privado	144
VI. Inflación y balance de riesgos de inflación	169
– Evolución reciente	169
– Proyección de inflación	176

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadros

1. Ciclo bursátil de Estados Unidos en 2025	51
2. Los nuevos aranceles de EUA, las exportaciones peruanas afectadas y su posición relativa frente a competidores	69
3. Potencial de producción de cobre	92
4. El recambio varietal en la agroexportación peruana: los arándanos y la uva de mesa	98
5. Patrones en los incrementos de costos en proyectos de inversión pública	114
6. Evolución reciente de los fondos mutuos y su relación con los depósitos bancarios	148
7. Evolución reciente de la liquidez en moneda extranjera	154
8. Impacto de los retiros de fondos de pensiones en el mercado cambiario	162
9. Riesgo cambiario crediticio, dolarización y morosidad	166
10. Asimetrías y no linealidades en el traspaso del tipo de cambio a precios	184

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al tercer trimestre de 2025 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a setiembre de 2025 del PBI mensual; a octubre de las cuentas monetarias y a noviembre de 2025 de las operaciones del Sector Público No Financiero, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Prólogo

- De acuerdo con la Constitución Política, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es una entidad pública autónoma, cuya finalidad es preservar la estabilidad monetaria. Sus principales funciones son regular la moneda y el crédito, administrar las reservas internacionales, emitir billetes y monedas e informar sobre el estado de las finanzas nacionales.
- Para el cumplimiento de esta finalidad, el BCRP sigue una política de Metas Explícitas de Inflación. La meta de inflación (un rango entre 1 y 3 por ciento) busca anclar las expectativas de inflación en un nivel similar al de las economías desarrolladas y establecer un compromiso permanente con la estabilidad de la moneda.
- Dentro de un cronograma anunciado, el Directorio del BCRP decide todos los meses desde 2003, el nivel de la tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. Esta tasa de interés es la meta operativa de la política monetaria, la cual afecta con rezagos, y por distintos canales, a la tasa de inflación. Por ello, esta tasa de interés se determina con base a proyecciones de la inflación y sus determinantes.
- La inflación puede desviarse transitoriamente fuera del rango meta debido a la presencia de choques que pueden afectar temporalmente a la oferta de bienes y servicios. Cabe precisar además que la efectividad de la política monetaria se evalúa en términos del éxito en mantener las expectativas de inflación dentro del rango meta, y retornar a dicho rango en un horizonte de tiempo razonable si es que se ha registrado desvíos del mismo por algún choque a la economía.
- Adicionalmente, el BCRP ejecuta medidas preventivas para resguardar la estabilidad macrofinanciera y preservar así los mecanismos de transmisión de la política monetaria. De esta manera, la tasa de interés de referencia se complementa con el uso de otros instrumentos de política monetaria, como por ejemplo operaciones de inyección y esterilización, encajes e intervención cambiaria, para asegurar el correcto funcionamiento de los mercados, reducir la volatilidad excesiva del tipo de cambio, y evitar variaciones significativas en el volumen y composición, por monedas y plazos, del crédito del sistema financiero.
- El Reporte de Inflación fue aprobado en sesión del Directorio del 11 de diciembre de 2025 e incluye las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2025-2027, que sustentan las decisiones de política monetaria del BCRP, así como los factores de riesgo que puedan desviar estas proyecciones.
- La difusión del próximo Reporte de Inflación será el viernes 20 de marzo de 2026.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Resumen

- i. La **actividad económica global** mostró un desempeño superior al previsto durante el primer semestre del año, principalmente por un mayor consumo privado en Estados Unidos (EUA) y una recuperación de China. Esta evolución favorable prosiguió durante el tercer trimestre, lo cual, sumado a la reducción de la incertidumbre comercial y a las menores tasas de interés internacionales, motivan una revisión al alza del crecimiento mundial para 2025, de 2,9 a 3,1 por ciento (3,3 por ciento en 2024). El crecimiento de 2026 también se corrige al alza, de 2,8 a 3,0 por ciento, por un mayor avance de la economía americana, impulsada por una inversión más alta en inteligencia artificial (IA). Para 2027 se estima un crecimiento de 2,9 por ciento, el cual estaría por debajo de los promedios observados en los años previos a la pandemia (3,7 por ciento entre 2010 y 2019).

La **inflación global** aumentó en setiembre, particularmente en economías desarrolladas, en las que se mantuvo por encima de la meta de sus respectivos bancos centrales.

- ii. Los **términos de intercambio** continuaron siendo altamente favorables y subieron un 14,2 por ciento interanual en el tercer trimestre de 2025, debido a la evolución de los precios de los metales exportados (oro y cobre), de café y de productos no tradicionales químicos y siderometalúrgicos. Entre los factores que influyeron en este resultado destacan la sólida demanda de metales para transición energética, la intensificación de las restricciones de oferta del cobre, las expectativas de reducción de tasas de interés por parte de la Fed, y la depreciación del dólar.

Los términos de intercambio de 2025 y 2026 se revisan al alza a un crecimiento de 17,0 y 6,4 por ciento, respectivamente. En ambos años, la revisión se explica por una previsión de precios más altos de los principales *commodities* de exportación, específicamente de cobre, oro, zinc y café. Luego de alcanzar niveles históricamente altos, los términos de intercambio se reducirían levemente en 1,4 por ciento en 2027.

- iii. La **cuenta corriente de la balanza de pagos** continuó registrando superávits. Entre mediados de 2024 y el tercer trimestre de 2025, los superávits acumulados en cuenta corriente en los últimos cuatro trimestres se mantuvieron en alrededor de 2,2 por ciento del PBI. Este resultado se explicó, principalmente, por el dinamismo de los términos de intercambio, por un lado, y el mayor crecimiento de la demanda interna respecto al producto por el otro.

El dinamismo de los términos de intercambio elevaría el superávit en cuenta corriente en 2025 y 2026 (2,5 y 2,6 por ciento del PBI, respectivamente), para luego moderarse en 2027 a 2,3 por ciento del PBI.

- iv. La **actividad económica nacional** aceleró su ritmo de expansión interanual a 3,4 por ciento en el tercer trimestre de 2025, impulsada por la expansión tanto de las actividades primarias —favorecidas por una mayor producción pecuaria, condiciones climáticas propicias para la agricultura, una mayor captura de anchoveta y la recuperación petrolera— como de los sectores no primarios, cuyo dinamismo respondió al mayor gasto privado.

Tomando en cuenta la ejecución del PBI y de sus indicadores adelantados se revisa al alza la proyección del crecimiento de 3,2 a 3,3 por ciento para 2025. A nivel

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

sectorial la revisión al alza incluye a los sectores agropecuario, minería, manufactura primaria, construcción y comercio.

La expansión esperada del PBI de 2026 también se revisa al alza, de 2,9 a 3,0 por ciento, debido a un mejor entorno internacional y el impulso que viene mostrando el gasto privado, lo que favorecerá la actividad no primaria, además de una recuperación de la pesca. El crecimiento previsto para 2026 y 2027 estará sustentado principalmente en el buen desempeño de los sectores no primarios, bajo un entorno de estabilidad social, condiciones climáticas favorables y un entorno macroeconómico y financiero estable que sustente la continuidad del avance del gasto privado.

- v. El **déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses** disminuyó de 3,4 a 2,3 por ciento del PBI entre diciembre de 2024 y noviembre de 2025. Este resultado se debe principalmente a la reducción del gasto no financiero como porcentaje del PBI, asociado al menor gasto del gobierno nacional y, en menor medida, al incremento de los ingresos corrientes como porcentaje del PBI, producto de los mayores precios de exportación y el dinamismo de la actividad económica.

Se proyecta que el déficit fiscal pase de 3,4 ciento del PBI en 2024 a 2,2 por ciento del PBI en 2025, para luego continuar disminuyendo a 1,9 por ciento del PBI en 2026 y a 1,6 por ciento en 2027. La proyección considera mayores ingresos en 2025, que incluyen tanto pagos por regularización del impuesto a la renta (IR) como pagos a cuenta del IR de empresas, asociados al impacto de los altos precios de exportación y el crecimiento del PBI del año 2024. Se espera una reducción en los gastos no financieros como porcentaje del PBI.

Se prevé que la **deuda neta** de activos financieros del Sector Público No Financiero aumente de 23,4 a 24,6 por ciento del PBI entre 2024 y 2027. En tanto, se proyecta que la **deuda bruta** pase de 32,0 a 32,1 por ciento del PBI durante el mismo periodo. La actual proyección para la deuda neta incorpora un menor saldo de activos financieros del sector público como porcentaje del PBI, el cual viene alcanzando niveles mínimos.

- vi. El Directorio del BCRP decidió mantener la **tasa de interés de referencia** en 4,25 por ciento en la reunión del Programa Monetario de noviembre, tras haberla mantenido sin cambios en la reunión de octubre. Así, la tasa de referencia real se viene ubicando alrededor de la tasa estimada como neutral (2 por ciento). En ambos comunicados de política monetaria se reiteró el mensaje que señala que futuros ajustes en la tasa de interés de referencia estarán condicionados a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes
- vii. Las **tasas de interés en moneda nacional** continuaron evolucionando de acuerdo con la tasa de referencia, en particular en los segmentos de menor riesgo crediticio y menor plazo. De acuerdo con lo esperado, el ritmo de expansión interanual de la liquidez en moneda nacional (circulante más depósitos) se moderó al pasar de 12,9 por ciento en diciembre 2024 a 4,6 por ciento en octubre de 2025. Por su parte, en el mismo periodo y también en línea con lo proyectado, la tasa de crecimiento interanual del **crédito al sector privado** aumentó de 0,4 por ciento en diciembre de 2024 a 5,6 por ciento en octubre de 2025, sustentado en los segmentos de mediana empresa y MYPE, y por tarjetas de crédito, en línea con la recuperación de la actividad económica. Hacia adelante se prevé que el crédito al sector privado crezca

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

a tasas no menores a 6 por ciento, acorde con la proyección de crecimiento de la actividad económica y la reducción de la morosidad.

- viii. La **inflación interanual** se mantiene en el tramo inferior del rango meta (1,37 por ciento en noviembre) por factores transitorios de oferta (energía principalmente). La inflación sin alimentos y energía (SAE) permaneció en 1,8 por ciento en los últimos meses, cerca al centro del rango meta.

Se proyecta que la inflación interanual se mantenga dentro del rango meta en el horizonte de proyección, con tasas anuales de 1,5 por ciento en 2025 y de 2,0 por ciento en 2026 y 2027. Esta proyección considera, además, la reversión de los choques de oferta, una actividad económica alrededor de su nivel potencial, y expectativas de inflación que gradualmente se aproximan al valor medio del rango meta.

- ix. El **balance de riesgos** de la proyección de la inflación se mantiene neutral, en línea con lo comunicado en el Reporte de setiembre. Entre los principales riesgos destacan: (i) un escenario de alta volatilidad financiera y salida de capitales, asociado a factores internacionales o incertidumbre política interna; (ii) debilitamiento de la demanda interna si se produce un contexto de inestabilidad política y social, que afectaría el consumo e inversión privada; y (iii) menor demanda externa ante una desaceleración global —incluido un menor crecimiento de China— y un mayor costo de financiamiento internacional, factores que podrían deteriorar los términos de intercambio y reducir la demanda por nuestras exportaciones.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2024	2025*		2026*		2027*
		RI Set.25	RI Dic.25	RI Set.25	RI Dic.25	RI Dic.25
Var. % real						
1. Producto bruto interno	3,5	3,2	3,3	2,9	3,0	3,0
2. Demanda interna	4,0	5,1	5,4	3,0	3,5	3,2
<i>a. Consumo privado</i>	2,8	3,5	3,6	2,9	3,0	3,0
<i>b. Consumo público</i>	2,1	2,2	3,1	2,5	2,5	1,2
<i>c. Inversión privada fija</i>	3,3	6,5	9,5	3,5	5,0	5,0
<i>d. Inversión pública</i>	14,7	6,5	5,5	1,0	1,0	1,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	6,6	3,3	4,1	2,6	2,5	2,1
4. Importaciones de bienes y servicios	8,4	10,2	11,8	3,1	4,4	3,1
5. Crecimiento del PBI Mundial	3,3	2,9	3,1	2,8	3,0	2,9
Nota:						
Brecha del producto ^{1/} (%)	-0,4	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5
Var. %						
6. Inflación (fin de período)	2,0	1,7	1,5	2,0	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{2/}	2,5	2,1	1,8	2,3	2,2	2,2
8. Depreciación esperada ^{2/}	0,1	-3,0	-9,1	2,1	2,9	1,4
9. Términos de intercambio	12,3	13,9	17,0	1,8	6,4	-1,4
<i>a. Precios de exportación</i>	7,6	11,1	14,3	2,4	6,3	0,8
<i>b. Precios de importación</i>	-4,2	-2,5	-2,4	0,5	-0,1	2,3
Var. % nominal						
10. Circulante	11,4	7,0	11,5	0,0	5,0	3,0
11. Crédito al sector privado	0,4	5,0	6,5	4,0	6,0	6,0
% PBI						
12. Inversión bruta fija	22,1	21,8	21,9	21,7	21,6	21,9
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	2,2	1,9	2,5	2,0	2,6	2,3
14. Balanza comercial	8,2	9,2	9,7	9,2	10,3	9,8
15. Deuda externa privada de mediano y largo plazo ^{3/}	11,4	9,8	10,0	8,9	8,5	7,7
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	18,7	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
17. Gastos no financieros del Gobierno General	20,7	20,3	20,0	19,7	19,4	19,1
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-3,4	-2,4	-2,2	-2,1	-1,9	-1,6
19. Saldo de deuda pública total	32,0	31,3	30,4	32,0	31,2	32,1
20. Saldo de deuda pública neta	23,4	23,7	22,9	24,8	23,8	24,6

RI: Reporte de Inflación

*Proyección.

^{1/} Diferencial entre el PBI y el PBI potencial (en porcentaje del PBI potencial).

^{2/} Encuesta de expectativas a los analistas y entidades financieras realizadas al momento de la publicación del respectivo Reporte de Inflación. Para 2024 se ha considerado la información observada en el caso de la depreciación y el promedio de las expectativas a lo largo del año en el caso de la inflación.

^{3/} Incluye obligaciones en moneda nacional con no residentes.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

I. Sector externo

1. Durante el primer semestre de este año, el crecimiento mundial se ubicó por encima de lo previsto, en particular en EUA y China, países que representan alrededor de un tercio del PBI mundial. Parte de este crecimiento se explicó por el aumento del consumo en previsión a la puesta en vigencia de mayores aranceles por parte de EUA. Desde entonces, la evidencia sobre el crecimiento mundial es mixta y diferenciada tanto a nivel de sectores como de países.
2. Por un lado, la actividad económica se ha visto afectada por el deterioro en la confianza de los consumidores e inversionistas, por un menor dinamismo en el mercado laboral, los menores volúmenes de comercio y por la persistencia de las presiones inflacionarias en varias de las economías desarrolladas que limitan la flexibilización de la política monetaria. Por otro lado, particularmente en EUA, se registra un aumento en la inversión en las industrias vinculadas a la Inteligencia Artificial, un efecto riqueza por el aumento de la capitalización bursátil y un aumento del déficit fiscal que tendría un impacto moderado sobre la actividad en 2026 y 2027.
3. En este contexto, las tasas de crecimiento se han revisado ligeramente al alza: de 2,9 a 3,1 por ciento en 2025 y de 2,8 a 3,0 por ciento en 2026. Para 2027 se estima un crecimiento de 2,9 por ciento. Las tasas de crecimiento proyectadas se mantienen por debajo de los promedios observados en los años previos a la pandemia (3,7 por ciento entre 2010 y 2019) y se registra un alto grado de incertidumbre que, al cierre del presente reporte, se acentúa por la falta de información estadística sobre la economía de EUA, debido a la paralización parcial del gobierno (*shutdown*).
4. La **inflación de las economías desarrolladas** muestra niveles que, en la mayoría de los casos, permanecen por encima de la meta de sus respectivos bancos centrales y, en otros, muestran una tendencia al alza. Destaca, en particular, la evolución de los precios de los bienes que, a diferencia de lo observado a inicios de año, presentan contribuciones positivas en la tasa de inflación.
5. Por su parte, las **economías emergentes** han enfrentado un entorno relativamente positivo debido a los altos precios tanto de los metales —en el período bajo reseña, el cobre y el oro alcanzaron máximos históricos—. Asimismo, aunque con cierta volatilidad, los flujos de capital hacia las economías emergentes han sido mayormente positivos, tanto en los mercados de renta fija como de renta variable.
6. Los riesgos de este escenario central son mayoritariamente a la baja. Existe la posibilidad de un crecimiento de China por debajo de lo previsto en tanto las denominadas industrias verdes crezcan menos de lo esperado y la demanda doméstica no responda a los estímulos recientes. En EUA, la persistencia de la inflación por encima de la meta podría moderar la flexibilización de la política monetaria de la Fed. Una política monetaria menos flexible, sumada a un crecimiento por debajo de lo esperado podría, a su vez, desencadenar correcciones bruscas en los mercados tanto de renta fija como de renta variable.

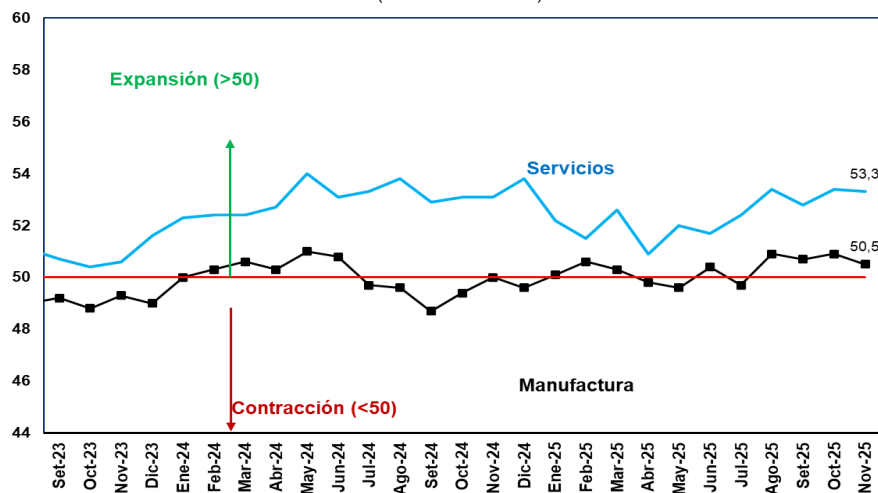
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Evolución reciente de la actividad económica global

7. La actividad económica del primer semestre sorprendió al alza, particularmente en EUA y China. Parte de este crecimiento habría reflejado el adelanto del consumo de bienes en previsión a la imposición de aranceles por parte de EUA. Desde el tercer trimestre del año, la actividad económica global ha mostrado un menor dinamismo debido a la desaceleración de algunas economías en desarrollo (México y Rusia), así como de economías desarrolladas (Japón y Reino Unido). A nivel de sectores, el sector servicios, menos afectado por las políticas comerciales, sigue mostrando el mayor dinamismo.

Gráfico 1

PMI Global: Índice de actividad económica mundial de los sectores manufactura y servicios
(índice de difusión)



	Dic-22	Dic-23	Dic-24	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Set-25	Oct-25	Nov-25
PMI Manufactura										
India	57,8	54,9	56,4	57,6	58,4	59,1	59,3	57,7	59,2	56,6
Japón	48,9	47,9	49,6	49,4	50,1	48,9	49,7	48,5	48,2	48,7
China (Caixin)	49,0	50,8	50,5	48,3	50,4	49,5	50,5	51,2	50,6	49,9
Estados Unidos (S&P)	46,2	47,9	49,4	52,0	52,9	49,8	53,0	52,0	52,5	52,2
Brasil	44,2	48,4	50,4	49,4	48,3	48,2	47,7	46,5	48,2	48,8
Alemania	47,1	43,3	42,5	48,3	49,0	49,1	49,8	49,5	49,6	48,2
Francia	49,2	42,1	41,9	49,8	48,1	48,2	50,4	48,2	48,8	47,8
Reino Unido	45,3	46,2	47,0	46,4	47,7	48,0	47,0	46,2	49,7	50,2
Australia	50,2	47,6	47,8	51,0	50,6	51,3	53,0	51,4	49,7	51,6
PMI Servicios										
India	58,5	59,0	59,3	58,8	60,4	60,5	62,9	60,9	58,9	59,5
Japón	51,1	51,5	50,9	51,0	51,7	53,6	53,1	53,3	53,1	53,1
China (Caixin)	48,0	52,9	52,2	51,1	50,6	52,6	53,0	52,9	52,6	52,1
Estados Unidos (S&P)	44,7	51,4	56,8	53,7	52,9	55,7	54,5	54,2	54,8	55,0
Brasil	51,0	50,5	51,6	49,6	49,3	46,3	49,3	46,3	47,7	50,1
Alemania	49,2	49,3	51,2	47,1	49,7	50,6	49,3	51,5	54,6	52,7
Francia	49,5	45,7	49,3	48,9	49,6	48,5	49,8	48,5	48,0	50,8
Reino Unido	49,9	53,4	51,1	50,9	52,8	51,8	54,2	50,8	52,3	50,5
Australia	47,3	47,1	50,8	50,6	51,8	54,1	55,8	52,4	52,5	52,7

Fuente: PMI S&P.

Expansión > 50

Contracción < 50

8. EUA firmó acuerdos comerciales con una serie de países, dentro de los cuales destaca el celebrado con China. Sin embargo, aún quedan algunos temas por definir como el tratamiento a los minerales calificados como críticos, a los productores farmacéuticos y a los microprocesadores.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

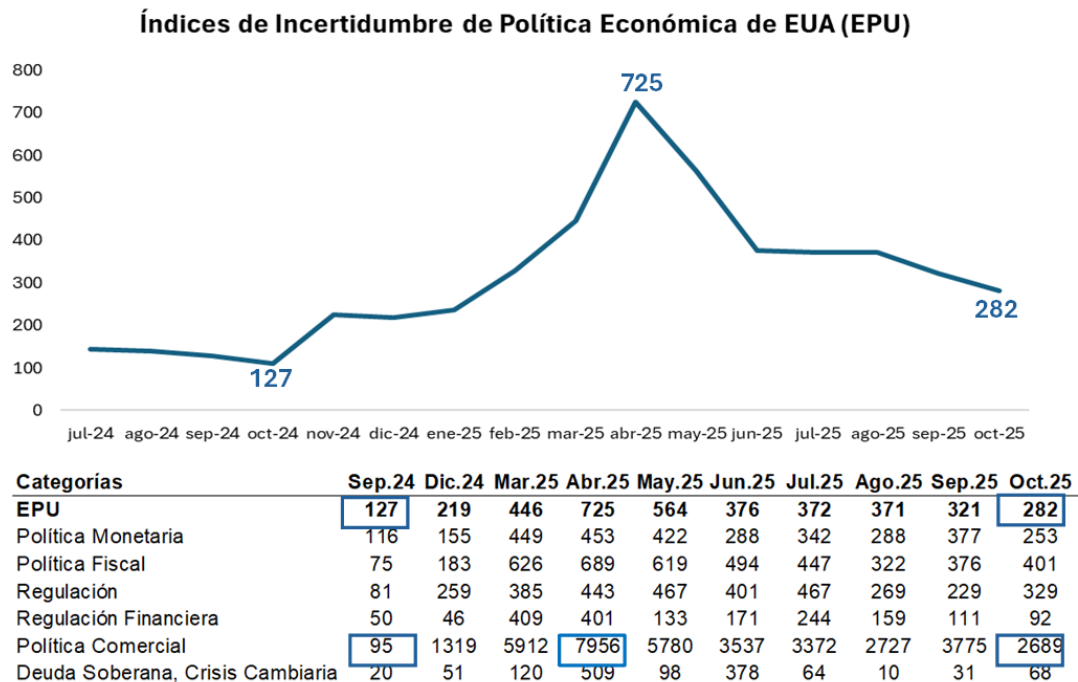
Cuadro 1
MEDIDAS COMERCIALES DE NOVIEMBRE

Países	Fechas	Acuerdos
EUA exonera algunos bienes agrícolas globales	En vigor desde el 13 de noviembre	<ul style="list-style-type: none"> EUA amplió exenciones para 237 partidas agrícolas. Las principales exportaciones peruanas beneficiadas son café, palta y derivados del cacao. Los arándanos y las uvas mantienen arancel de 10 por ciento.
EUA y China	En vigor desde el 10 de noviembre	<ul style="list-style-type: none"> El arancel por fentanilo disminuye de 20 por ciento a 10 por ciento; arancel recíproco de 10 por ciento se mantiene durante un año. China suspende aranceles de represalia impuestos desde 4/3/2025 (reducción del arancel ponderado en 1 por ciento). China comprará 12 MTM de soja en el resto del 2025 y 25 MTM anuales en 2026–2028. China eliminará controles globales de exportación de tierras raras.
EUA con Argentina, Ecuador, El Salvador y Guatemala	Anuncio preliminar del 13 de noviembre	<ul style="list-style-type: none"> EUA redujo aranceles a algunos productos agrícolas. Los cuatro países eliminarán aranceles a maquinaria, autos, dispositivos médicos y productos agrícolas, y retirarán barreras no arancelarias. El Salvador y Guatemala accederán a menores tasas para textiles bajo CAFTA-DR.
EUA y Corea del Sur	En vigor desde el 14 de noviembre	<ul style="list-style-type: none"> Si el arancel previo es menor (mayor o igual) a 15 por ciento, el arancel adicional es 15 por ciento menos el arancel previo (0 por ciento). EUA redujo los aranceles a autos y autopartes de 25 por ciento a 15 por ciento (retroactivo desde el 1 de noviembre, implica reembolsos). Corea del Sur invertirá USD 350 mil millones en EUA.
EUA y Suiza	Anuncio preliminar del 14 de noviembre	<ul style="list-style-type: none"> EUA reducirá aranceles recíprocos de 39 por ciento a 15 por ciento. Suiza invertirá USD 200 mil millones en EUA; de los cuales USD 70 mil millones será en los sectores farmacéutico y aurífero.
EUA y Arabia Saudita	En vigor desde el 18 de noviembre	<ul style="list-style-type: none"> Incluye intercambio de tecnología nuclear, compras de tanques y aviones, cooperación en minerales críticos. Arabia Saudita invertirá USD 600 mil millones en EUA.
EUA y Brasil	En vigor desde el 13 de noviembre	<ul style="list-style-type: none"> Las partidas agrícolas exoneradas del arancel recíproco también quedan exoneradas del arancel adicional de 40 por ciento.

Adicionalmente, la incertidumbre sobre los impactos rezagados de los aranceles sobre el crecimiento y la inflación ha aumentado por la falta de datos oficiales, cuya publicación ha sido postergada a raíz del cierre parcial del gobierno estadounidense (*shutdown*). Asimismo, a pesar de los avances en materia de política comercial, la incertidumbre respecto a la política fiscal y a la política monetaria, entre otros aspectos, se mantiene alta y por encima de lo observado un año atrás.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 2



Fuente: Scott Baker, Nicholas Bloom and Steven J, "Measuring Economic Policy Uncertainty".

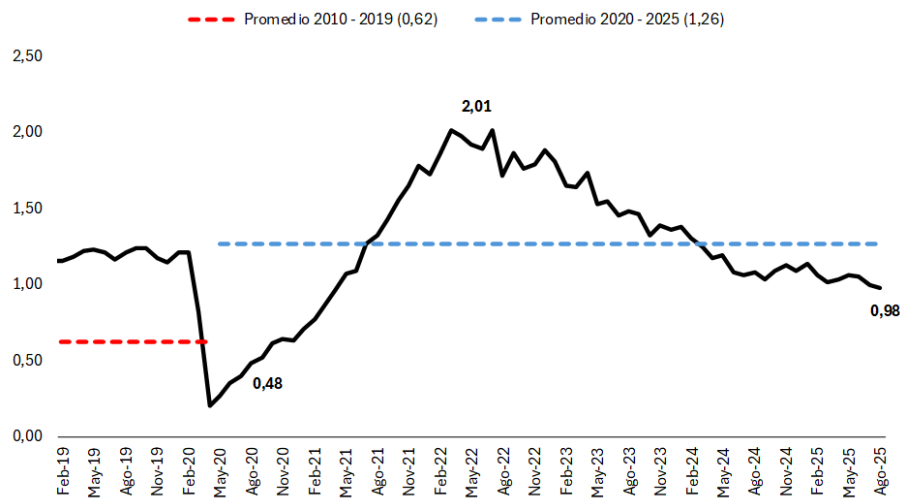
9. Por otro lado, hay otros factores que apoyan el crecimiento y que, por lo tanto, refuerzan el escenario base de una desaceleración, gradual y moderada, de la economía global. La reducción de las tasas de interés de política monetaria en la mayoría de los países desarrollados ha flexibilizado las condiciones de financiamiento en dichas algunas economías desarrolladas (en particular la eurozona) dando soporte al consumo. También destaca la inversión en las industrias tecnológicas vinculadas a la IA y el crecimiento, algo menor, de las industrias verdes, como los autos eléctricos y los paneles solares.
10. El PBI de **Estados Unidos** se expandió significativamente en el segundo trimestre luego de la contracción de los primeros meses del año. La economía estadounidense creció 3,8 por ciento anualizado, muy por encima del 3,3 por ciento de la estimación previa, y marcó el avance más sólido desde el tercer trimestre de 2023. Este crecimiento se vio favorecido por el incremento del consumo y de la inversión vinculada a las empresas tecnológicas.

Aunque no se han publicado datos del tercer trimestre, los indicadores de frecuencia mensual sugieren una moderación gradual del crecimiento. Por un lado, el menor dinamismo del mercado laboral ha afectado el consumo. A pesar de la falta de datos, diversas fuentes sugieren que la creación de empleos ha disminuido. Este indicador es consistente con el aumento en las solicitudes continuas de subsidios por desempleo, lo que sugiere que el mercado estaría menos ajustado respecto a lo observado en el Reporte previo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 3

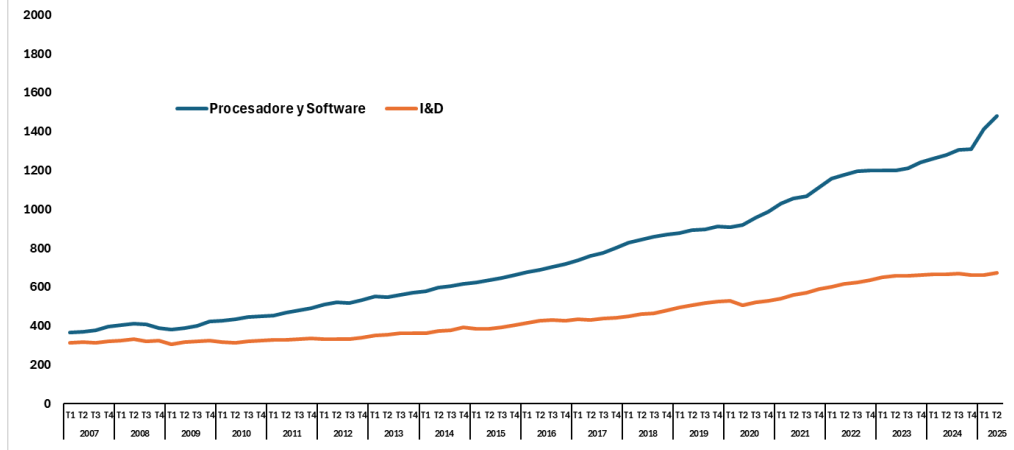
Ratio Vacantes-Desempleo



Por otro lado, hay dos factores que vienen dando soporte al crecimiento. Primero, el alza de las plazas bursátiles en EUA ha generado un efecto riqueza y un mayor ingreso disponible. Segundo, en línea con los anuncios de las empresas, se estima que la inversión de las industrias tecnológicas vinculadas a la IA se ha mantenido dinámica. Ello se refleja en la inversión comprendida en los rubros de inversión en equipos, productos de propiedad intelectual e inversión en estructuras.

Gráfico 4

EUA: Inversión en I&D y Inversión Procesadores y Software
(En miles de millones de USD)



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

EUA: Crecimiento ajustado por estacionalidad (Tasas trimestrales anualizadas)

	1T23	2T23	3T23	4T23	1T24	2T24	3T24	4T24	1T25	2T25
PBI	2,8	2,4	4,4	3,2	0,8	3,6	3,1	1,9	-0,6	3,8
Consumo Personal	4,9	1,0	2,5	3,5	1,7	3,9	3,7	3,9	0,6	2,5
Duradero	17,1	-0,3	4,2	2,9	-0,9	7,8	7,6	13,0	-3,4	2,3
No Duradero	2,5	-0,4	3,1	3,6	-1,6	4,3	4,6	3,8	2,2	2,2
Servicios	3,8	1,6	2,1	3,5	3,2	3,2	2,8	2,5	0,8	2,6
Inversión Bruta	-8,9	8,0	10,1	0,7	-1,6	8,2	0,8	-6,8	23,3	-13,8
Inversión Fija	3,1	8,6	2,6	3,5	3,0	1,4	2,1	-1,9	7,1	4,4
No Residencial	5,3	9,9	1,1	3,8	1,5	2,5	4,0	-3,7	9,5	7,3
Equipos	-0,2	12,6	-2,6	3,3	0,5	8,9	8,2	-4,3	21,4	8,5
Prod. Propiedad Intelectual	5,5	4,7	2,9	4,2	6,7	0,7	2,6	-0,6	6,5	15,0
Residencial	-4,3	4,5	7,7	2,5	8,2	-2,0	-4,3	4,3	-1,0	-5,1
Exportaciones	2,0	-4,8	4,9	6,2	4,6	0,7	9,6	-0,9	0,2	-1,8
Importaciones	-0,8	-3,1	4,7	4,2	6,9	8,4	10,7	-0,2	38,0	-29,3
Gasto de Gobierno	5,1	2,9	5,7	3,6	2,3	3,3	5,1	3,3	-1,0	-0,1

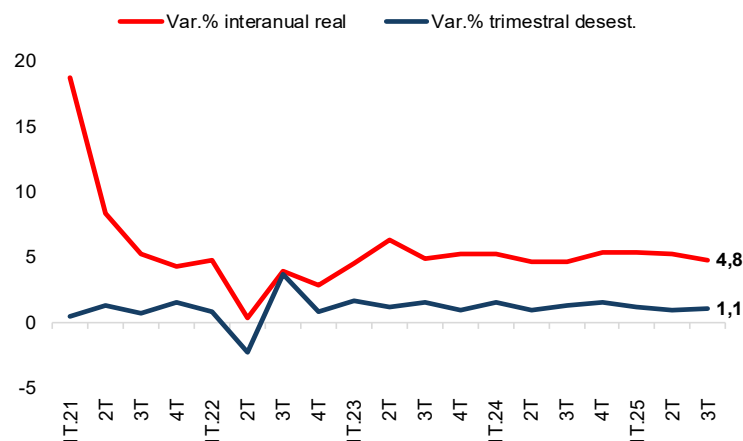
Memo

Contribución de Inventarios	-2,2	0,0	1,3	-0,5	-0,5	1,1	-0,2	-0,8	2,6	-3,4
-----------------------------	------	-----	-----	------	------	-----	------	------	-----	------

Fuente: BEA.

- La economía de la **eurozona** registró un crecimiento trimestral de 0,2 por ciento durante el tercer trimestre del año, luego del leve incremento de 0,1 por ciento en el período previo. El desempeño mejor al previsto se explicó por el avance de las exportaciones, como anticipo a las tarifas arancelarias, así como por el reimpulso de la inversión en equipos y activos intangibles. Se prevé que la resiliencia en el mercado laboral, la desaceleración de la inflación y condiciones financieras favorables apoyen la senda de recuperación. Por países, resaltaron las expansiones de España (0,6 por ciento) y Francia (0,5 por ciento), que compensó el estancamiento de Alemania.
- Dentro de las economías emergentes, en el tercer trimestre de 2025, **China** desaceleró su crecimiento a 4,8 por ciento interanual. Sin embargo, comparado con el trimestre previo, la economía china se expandió 1,1 por ciento, por encima de lo esperado. La resiliencia del crecimiento se vio respaldada por la expansión de las exportaciones que, sumado a los sectores emergentes, impulsó aún más la producción industrial.

Gráfico 5
CHINA: TASA DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Por otro lado, el sector externo mostró resultados volátiles por la incertidumbre comercial. A pesar de esta evolución, es importante señalar que el destino de las exportaciones continúa diversificándose, con el incremento de los envíos a países asiáticos, en particular a los de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por sus siglas en inglés), mientras que los embarques a EUA acumularon 8 meses consecutivos de caída.

Cuadro 2
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	2024				2025						
	Mar.	Jun.	Set.	Dic.	Mar.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.
PMI servicios - S&P ^{1/}	52,7	51,2	50,3	52,2	51,9	50,6	52,6	53,0	52,9	52,6	52,1
PMI no manufacturero - oficial ^{1/}	53,0	50,5	50,0	52,2	50,8	50,5	50,1	50,3	50,0	50,1	49,5
PMI manufacturero - S&P ^{1/}	51,1	51,8	49,3	50,5	51,2	50,4	49,5	50,5	51,2	50,6	49,9
PMI manufacturero - oficial ^{1/}	50,8	49,5	49,8	50,1	50,5	49,7	49,3	49,4	49,8	49,0	49,2
Producción Industrial ^{2/}	4,5	5,3	5,4	6,2	7,7	6,8	5,7	5,2	6,5	4,9	4,8
Inversión en activos fijos ^{3/}	4,5	3,9	3,4	3,2	4,2	2,8	1,6	0,5	-0,5	-1,7	-2,6
Ventas minoristas ^{2/}	3,1	2,0	3,2	3,7	5,9	4,8	3,7	3,4	3,0	2,9	1,3
Exportaciones ^{2/}	-7,5	8,6	2,4	10,7	12,4	5,8	7,2	4,4	8,3	-1,1	5,9
Importaciones ^{2/}	-1,9	-2,3	0,3	1,0	-4,3	1,1	4,1	1,3	7,4	1,0	1,9
Préstamos bancarios ^{2/}	9,6	8,8	8,1	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8	6,6	6,5	6,4
Índice de precios al consumidor ^{2/}	0,1	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,1	0,0	-0,4	-0,3	0,2	0,7
Índice de precios de vivienda ^{2/}	-2,2	-4,5	-5,8	-5,3	-4,5	-3,2	-2,8	-2,5	-2,2	-2,2	-2,4
Índice de precios al productor ^{2/}	-2,8	-0,8	-2,8	-2,3	-2,5	-3,6	-3,6	-2,9	-2,3	-2,1	-2,2

^{1/} Índice de difusión: 50 = nivel neutral.

^{2/} Var. % anual.

^{3/} Var. % acumulada anual.

Fuente: Trading Economics.

13. En **América Latina**, la actividad económica mostró una evolución mixta a nivel de países. Luego de Perú, Colombia registró la mayor tasa de crecimiento secuencial, con una demanda interna aún robusta caracterizada por una renovada expansión del consumo privado.

Por su parte, en Brasil, la desaceleración de la actividad se debió principalmente al sector de servicios; no obstante, de acuerdo con estimaciones del banco central, dicho país mantiene una brecha producto positiva.

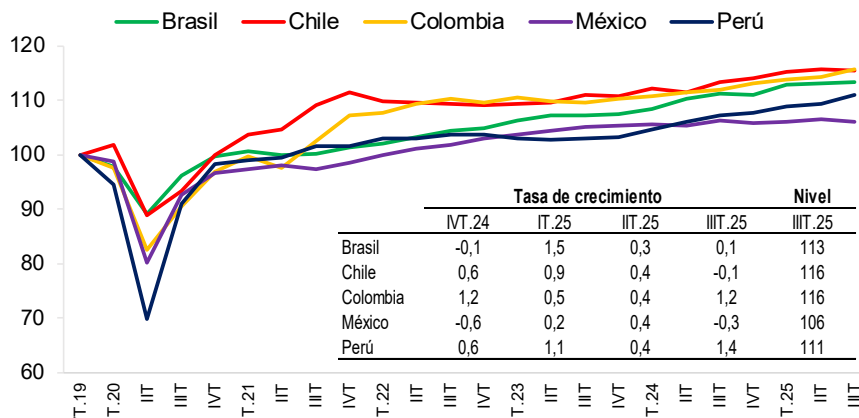
Por el contrario, se registraron caídas en los demás países. En Chile, la actividad estuvo afectada por una desaceleración de la demanda interna, a pesar del continuo crecimiento de la inversión, y por la caída de las exportaciones, principalmente mineras luego de la paralización de la mina El Teniente. En México, la contracción se debió principalmente a una caída en la construcción y la manufactura, al igual que una desaceleración en los servicios.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 6

Latinoamérica: PBI Trimestral*

(Índice 100 = IVT.19)



* Series desestacionalizadas.

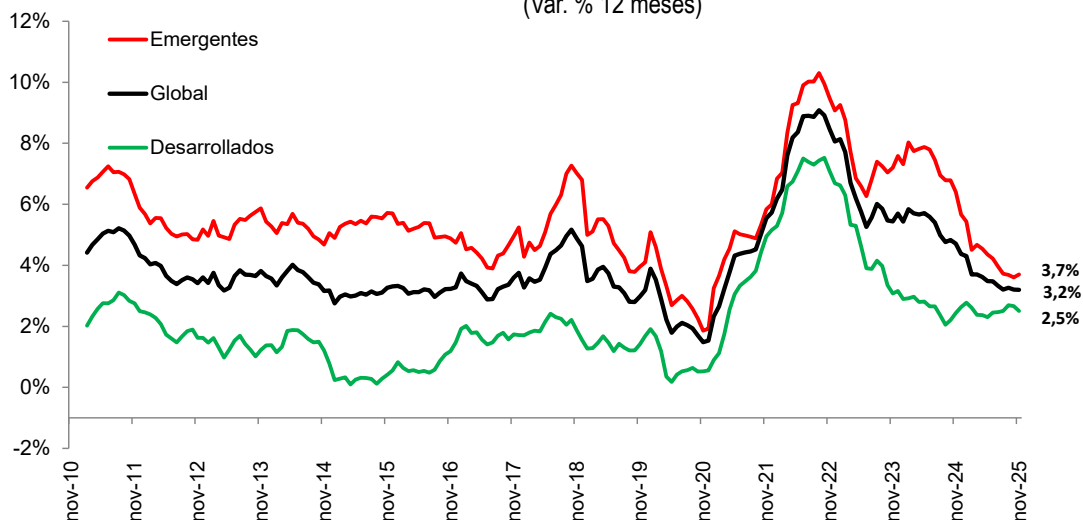
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

Evolución reciente de la inflación

- La inflación ejecutada global bajó de 3,3 por ciento de setiembre a 3,2 por ciento en noviembre, cifra que constituyó el nivel más bajo desde marzo de 2021. En países desarrollados, la inflación bajó de 2,7 a 2,5 por ciento, pero en la mayoría de los casos, está por encima de las metas establecidas por sus bancos centrales tanto en la inflación total como en la inflación subyacente. En las economías emergentes, la inflación se mantuvo en 3,7 por ciento.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 7
INFLACIÓN: GLOBAL, PAÍSES DESARROLLADOS Y ECONOMÍAS EMERGENTES
(Var. % 12 meses)



Inflación (var. % 12 meses)

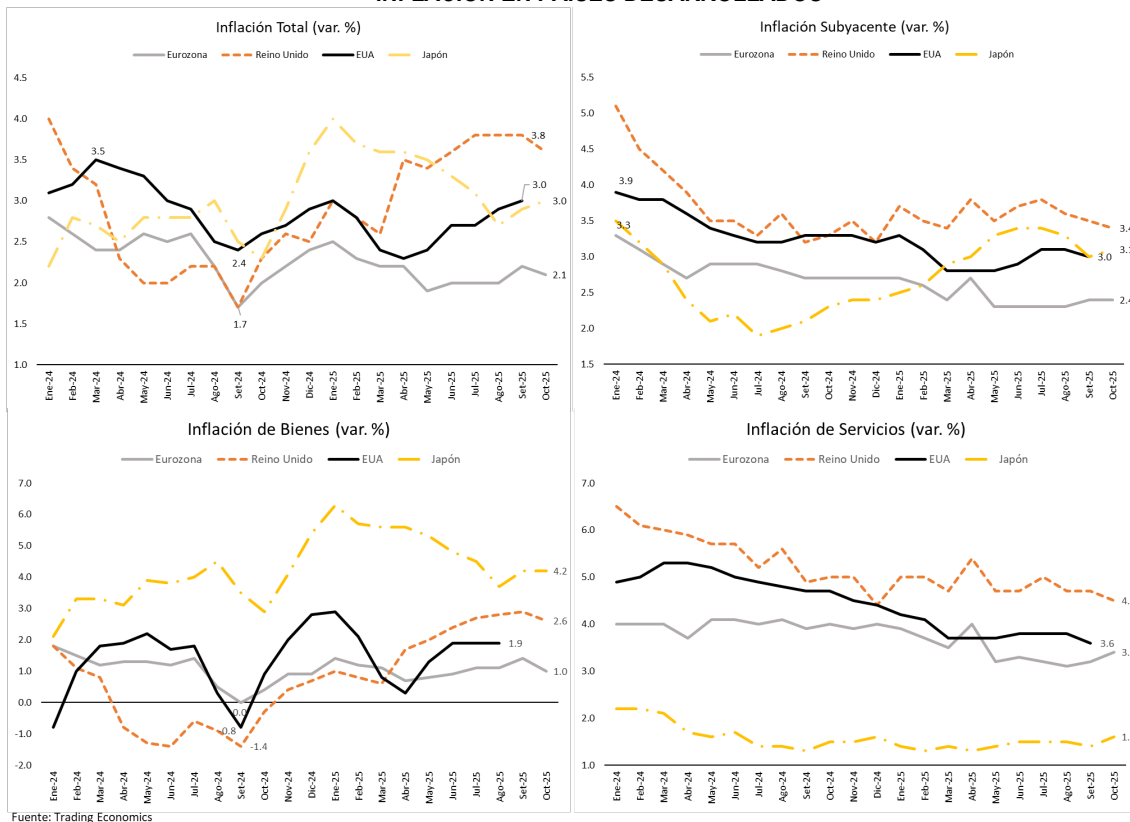
	dic-22	dic-23	dic-24	mar-25	jun-25	jul-25	ago-25	sep-25	oct-25	nov-25
Global	8,1%	5,7%	4,4%	3,7%	3,5%	3,3%	3,2%	3,3%	3,2%	3,2%
Desarrollados	6,7%	3,2%	2,6%	2,4%	2,5%	2,5%	2,5%	2,7%	2,7%	2,5%
Emergentes	9,1%	7,6%	5,7%	4,7%	4,2%	4,0%	3,7%	3,7%	3,6%	3,7%
Desarrollados sin EUA	6,9%	3,0%	2,4%	2,4%	2,3%	2,3%	2,2%	2,4%	2,4%	2,3%
Emergentes sin China	14,2%	13,1%	9,5%	8,0%	7,0%	6,7%	6,5%	6,4%	5,9%	5,7%
Perú	8,5%	3,2%	2,0%	1,3%	1,7%	1,7%	1,1%	1,4%	1,4%	1,4%

Nota: La inflación global y la de los países desarrollados repite el dato de EUA de setiembre para octubre, debido a la falta de disponibilidad de información para ese mes.

Fuente: Reuters.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 8
INFLACIÓN EN PAÍSES DESARROLLADOS



15. En el caso de **EUA**, la inflación continuó con una moderada y gradual tendencia al alza. Desde la tasa mínima de 2,3 por ciento registrada en abril, la inflación ha subido hasta ubicarse en 3,0 por ciento en el mes de setiembre. Debido al cierre parcial del gobierno, que afectó la publicación de varios datos económicos, no se cuenta con los datos correspondientes al mes de octubre.

Cuadro 3
EUA: Indicadores de inflación y de expectativas de inflación (Var. % 12 meses)

	Dic. 2023	Dic. 2024	Ene. 2025	Feb. 2025	Mar. 2025	Abr. 2025	May. 2025	Jun. 2025	Jul. 2025	Ago. 2025	Set. 2025	Oct. 2025	Nov. 2025
IPC Total	3,4	2,9	3,0	2,8	2,4	2,3	2,4	2,7	2,7	2,9	3,0	-	2,7
de los cuales: alimentos	2,7	2,5	2,5	2,6	3,0	2,8	2,9	3,0	2,9	3,2	3,1	-	2,6
de los cuales: energía	-2,0	-0,5	1,0	-0,2	-3,3	-3,7	-3,5	-0,8	-1,6	0,2	2,8	-	4,2
IPC Subyacente	3,9	3,2	3,3	3,1	2,8	2,8	2,8	2,9	3,1	3,1	3,0	-	2,6
PCE Total	2,7	2,6	2,6	2,7	2,4	2,3	2,5	2,6	2,6	2,7	2,8		
de los cuales: bienes	0,1	-0,1	0,5	0,3	-0,3	-0,3	0,1	0,6	0,6	0,9	1,4		
de los cuales: servicios	4,0	3,9	3,6	3,8	3,6	3,5	3,6	3,5	3,5	3,6	3,4		
PCE subyacente	3,0	2,9	2,8	3,0	2,7	2,6	2,8	2,8	2,9	2,9	2,8		
Expectativas de inflación a 12m													
Consumidor (Fed NY)	3,0	3,0	3,0	3,1	3,6	3,6	3,2	3,0	3,1	3,2	3,4	3,2	
Consumidor (Michigan)	3,1	2,8	3,3	4,3	5,0	6,5	6,6	5,0	4,5	4,8	4,7	4,6	4,5
Consumidor (Conference Board)	5,5	5,1	5,2	5,8	6,0	7,0	6,4	5,9	5,7	6,1	5,8	5,7	5,7

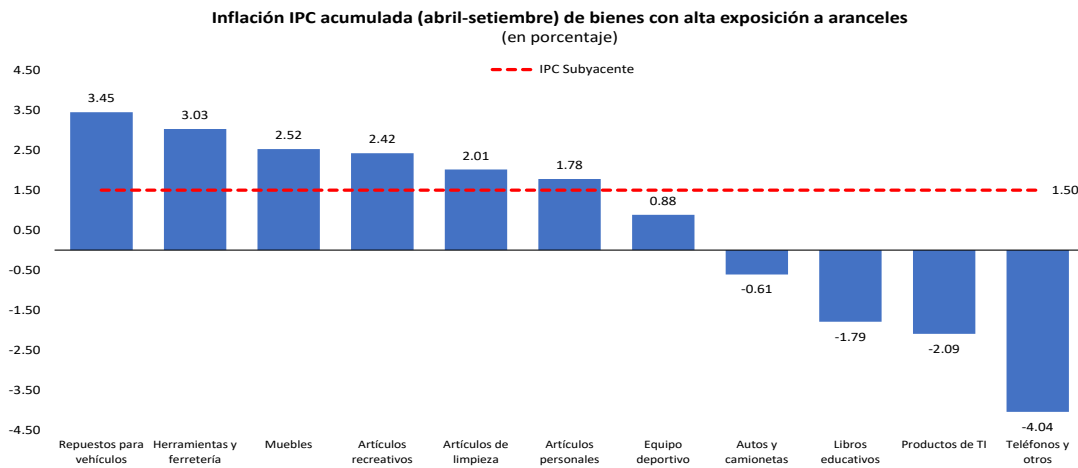
Fuente: BLS, Trading Economics.

Durante el periodo acumulado de abril a setiembre, solamente categorías específicas —como repuestos para vehículos, herramientas y equipamiento del

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

hogar— registraron una inflación superior al IPC subyacente acumulado (1,5 por ciento), mientras que los bienes de alta tecnología y vehículos usados mantuvieron una tendencia deflacionaria.

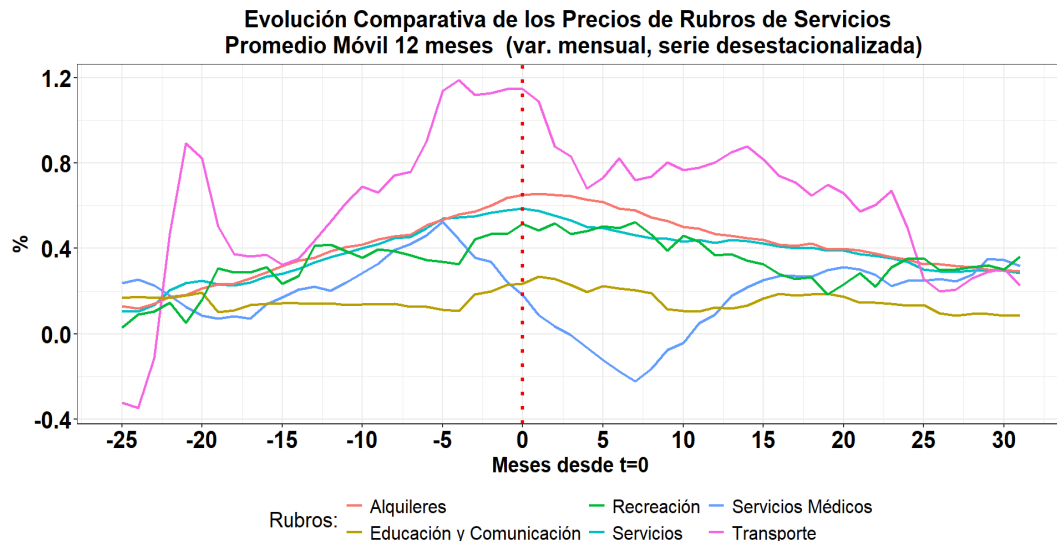
Gráfico 9



Fuente: BLS.

Respecto a los **servicios**, el gráfico muestra que, luego de alcanzar una tasa máxima en febrero de 2023, la inflación de los servicios registró una reducción sostenida y generalizada. Sin embargo, desde inicios de 2025, las tasas por rubros se han mantenido relativamente estables y por encima de la meta de 2 por ciento, lo que podría sugerir cierta resistencia a la baja en un contexto de menor oferta laboral vinculada a la mano de obra migrante.

Gráfico 10



Nota: En el eje x, el valor 0 representa febrero de 2023, valor máximo de la inflación de servicios sin energía (promedio móvil 12 meses).

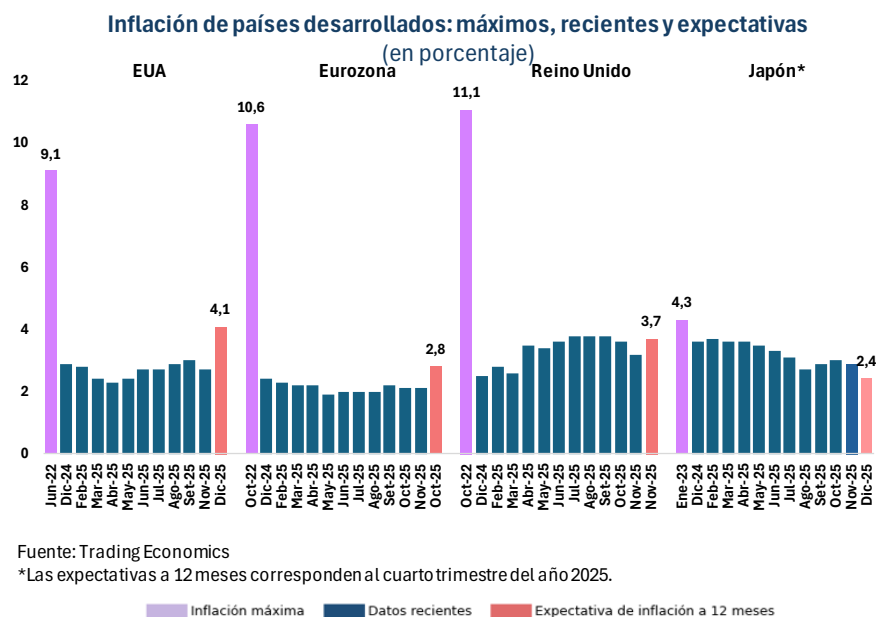
En **otros países desarrollados**, el comportamiento de la inflación fue diferenciado. Las tasas de inflación en la eurozona, Canadá y el Reino Unido disminuyeron al mes de octubre; en tanto que la inflación en Japón se aceleró. En la eurozona, la inflación se ubicó en 2,1 por ciento, muy cerca de la inflación objetivo del BCE; no obstante, la inflación de servicios se aceleró a niveles similares a los registrados en abril. En Japón, la inflación ha tenido una tendencia al alza en los últimos meses:

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

pasó de 2,7 por ciento en agosto a 3,0 por ciento en octubre, incremento explicado por los mayores costos de energía, vivienda y vestimenta.

16. En la mayoría de las economías desarrolladas las **expectativas de inflación** se han moderado, en línea con los desarrollos en materia comercial. Sin embargo, en el caso de EUA, las expectativas a 1 año han vuelto a aumentar, influidas por la resistencia a la baja en la inflación ejecutada; y, al posible impacto de los aranceles sobre el precio de los bienes transables y de la menor mano de obra migrante sobre el precio de algunos servicios.

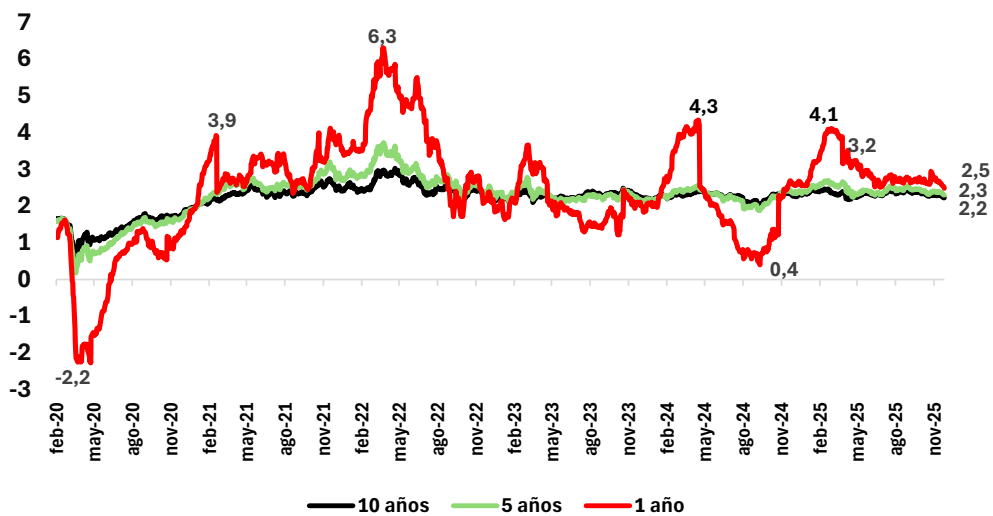
Gráfico 11



Estas expectativas de inflación también se reflejan en el *breakeven inflation*, indicador que estima la inflación esperada a partir de la diferencia entre los rendimientos de los bonos del Tesoro y los bonos del Tesoro protegidos contra la inflación (TIPS). Para el caso de EUA, la expectativa de inflación para los próximos doce meses se redujo a 2,5 por ciento a fin de noviembre (desde 2,7 por ciento en setiembre), aunque aún se sitúa por encima de la meta (2 por ciento). Por su parte, las tasas *breakeven* a 5 y 10 años también disminuyeron, pero en menor medida y se aproximan a la meta de 2 por ciento.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 12
Tasas de inflación *breakeven* de Estados Unidos (%)

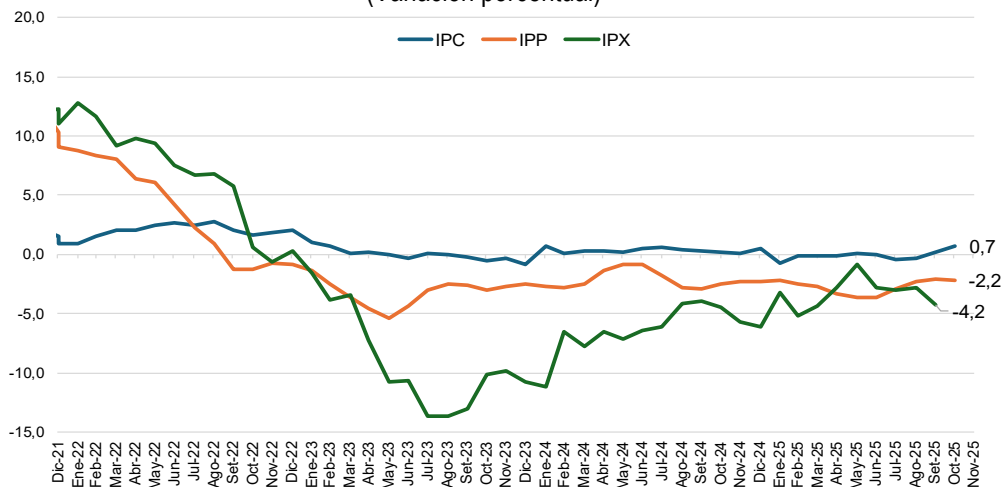


Fuente: Reuters.

17. En el caso de las **economías emergentes**, las presiones deflacionarias han disminuido en **China**, en línea con la política de “anti-involución”. En octubre, el índice de precios al consumidor registró la primera variación positiva desde junio, influido también por un mayor gasto en un contexto de feriado. Por su parte, el índice de precios al productor continuó reduciendo su contracción, mientras que la variación de los precios de exportación, aunque en territorio negativo, se ha mantenido relativamente estable.

A pesar de estos desarrollos favorables, el alto nivel de endeudamiento de las familias y empresas, así como una posible sobre oferta en productos de alta tecnología son factores que podrían seguir presionando a la baja en el horizonte de proyección.

Gráfico 13
INFLACIÓN DE CHINA
(Variación porcentual)

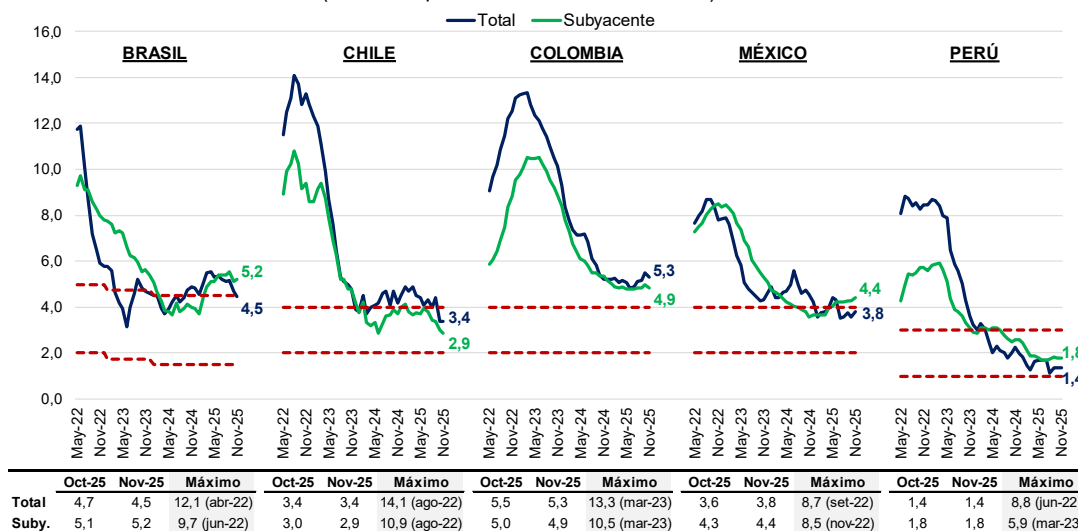


IPC: Índice de precios al consumidor. IPP: Índice de precios al productor. IPX: Índice de precios de las exportaciones (en USD). Fuente: Trading Economics.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En **Latinoamérica**, la inflación de la mayoría de los países de la región, con excepción de Colombia, se ubicó en el rango meta (Brasil se encuentra en el límite superior). La **inflación subyacente** tuvo una evolución diferenciada en noviembre entre los países: disminuyó en Brasil y Colombia, se mantuvo relativamente estable en Chile y Perú, y aumentó en México.

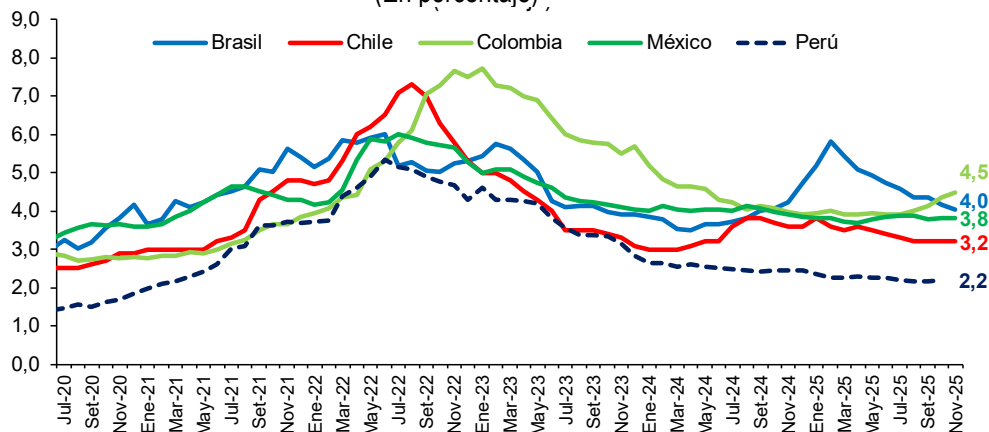
Gráfico 14
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA
(Variación porcentual, últimos 12 meses)



Nota: El gráfico muestra el último dato (noviembre de 2025). Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

En los últimos meses, las expectativas se han mantenido relativamente estables o han disminuido en el caso Brasil. Por el contrario, en Colombia las expectativas de inflación han venido aumentando de manera sostenida, impulsadas por el incremento de la inflación total, la persistencia de la inflación subyacente—respaldada por el sólido dinamismo de la demanda interna— y las proyecciones de un ajuste significativo del salario mínimo para el próximo año. Como resultado, Colombia es el único país en el que las expectativas de inflación se sitúan por fuera del rango meta.

Gráfico 15
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES EN LATINOAMÉRICA
(En porcentaje)



Nota: Para Brasil, corresponde a la expectativa de inflación 12 meses promedio registrada en el mes de referencia. Para México, se obtiene por interpolación en base a expectativas a diciembre del presente año y el siguiente.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Respuestas de política monetaria y fiscal

18. En términos generales, la política monetaria mantuvo las tendencias generales observadas en lo que va del año. En el contexto de alta incertidumbre, la mayoría de los bancos centrales han mantenido sus tasas o, en su defecto, han realizado variaciones de menor magnitud a las registradas en los años previos.

En las economías desarrolladas, el comportamiento de los bancos centrales no ha sido uniforme. Por un lado, la Fed redujo nuevamente su tasa en el mes de octubre, lo que se suma a la reducción de 25 pbs. realizada en setiembre. También anunció que, a partir de diciembre, mantendría estable el tamaño de sus activos, lo que supone una pausa a la política de venta neta de bonos del tesoro y otros títulos. En diciembre, la Fed redujo nuevamente la tasa en 25 pbs., la tercera reducción en el año. Asimismo, revisó ligeramente a la baja sus proyecciones de inflación para 2026 y al alza las de crecimiento para 2026-2027. Estas proyecciones prevén la convergencia de la inflación hacia su meta de 2 por ciento en 2028 mientras que la tasa de interés se ubica cerca de su tasa de largo plazo (3,0 por ciento)

Cuadro 4
PROYECCIONES DE LA FED

	2025		2026		2027		2028		Largo plazo	
	Set. 25	Dic. 25	Set. 25	Dic. 25	Set. 25	Dic. 25	Set. 25	Dic. 25	Set. 25	Dic. 25
Crecimiento**	1,6	1,7	1,8	2,3	1,9	2,0	1,8	1,9	1,8	1,8
Tasa de desempleo**	4,5	4,5	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Inflación (PCE)**	3,0	2,9	2,6	2,4	2,1	2,1	2,0	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)**	3,1	3,0	2,6	2,5	2,1	2,1	2,0	2,0	-	-

Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía.

Tasa de interés (%)***	3,6	3,6	3,4	3,4	3,1	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0
Rango de tasas de interés (%)	2,9-4,4	3,4-3,9	2,6-3,9	2,1-3,9	2,4-3,9	2,4-3,9	2,6-3,9	2,6-3,9	2,6-3,9	2,6-3,9

* Incorpora 19 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.

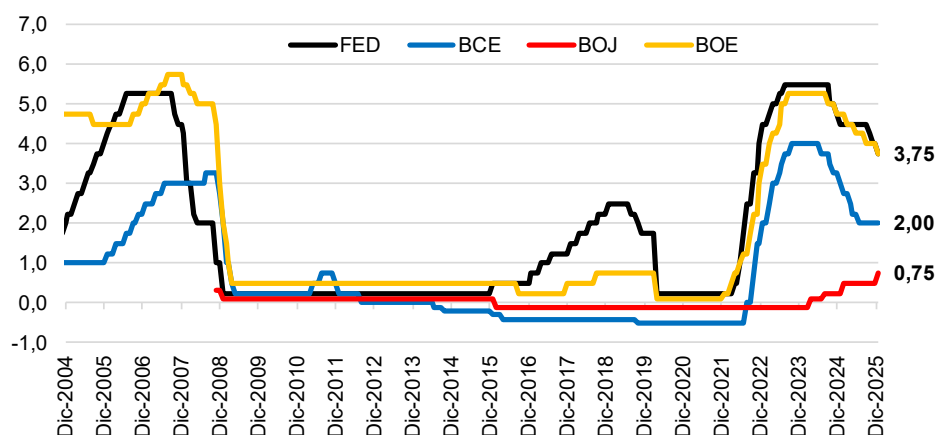
** Las proyecciones de crecimiento e inflación corresponden al cuarto trimestre del año indicado frente al mismo periodo del año previo. La proyección de la tasa de desempleo es el promedio del cuarto trimestre del año indicado.

*** La tasa de interés corresponde al punto medio de las tasas de referencia de la Fed.

Por su parte, el BCE, luego de la reducción de 50 pbs. en el primer semestre, mantuvo su tasa de interés y señaló que las condiciones actuales de crecimiento e inflación, y el nivel de la tasa, no hacen prever reducciones adicionales. Por su parte, el Banco de Inglaterra continuó con el ciclo de flexibilización y redujo la tasa de interés 25 pbs a 3,75 por ciento tras el desarrollo del mercado laboral. En cambio, el Banco de Japón (BoJ) elevó la tasa de interés en 25 pbs. a 0,75 por ciento, su nivel más alto desde 1995. De esta forma, es la primera vez que el Banco de Japón y la Fed movieron sus tasas de interés en direcciones contrarias en el mismo mes (diciembre), desde que entró en vigor la reforma de independencia del Banco de Japón en 1998. basándose en que el proceso de desinflación estaba en curso y que los riesgos al alza para la inflación habían seguido disminuyendo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

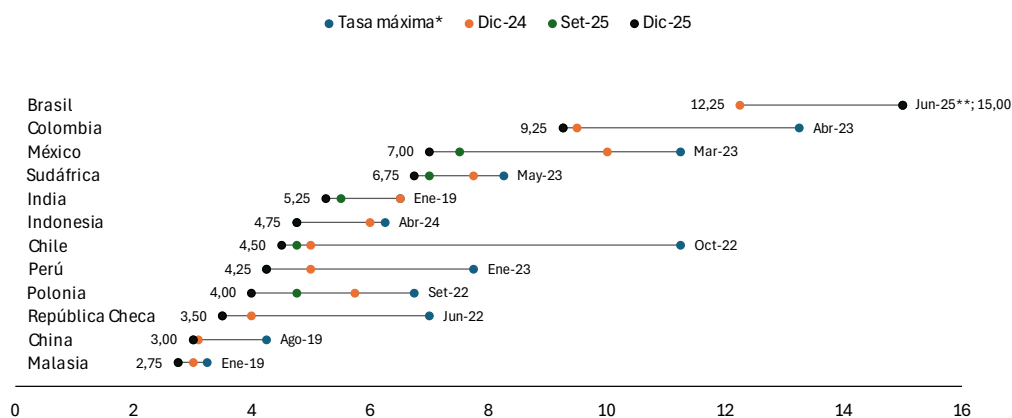
Gráfico 16
Tasa de interés de política (%)*



Fed = Reserva Federal, BCE = Banco Central Europeo, BOJ = Banco de Japón, BOE = Banco de Inglaterra. Para la Fed, se incluye el límite superior del rango de tasas de interés. Para el BCE, es la tasa de interés de depósitos.
Fuente: Bancos centrales.

19. En el caso de **las economías emergentes**, la mayoría de los bancos centrales optaron por hacer una pausa considerando, entre otros factores, la incertidumbre que plantea el entorno internacional.

Gráfico 17
Tasas de interés de política monetaria: 2019-2025
(porcentaje)



*Las fechas mostradas corresponden a la tasa de política más alta para el período 2019 - 2025.

**En el caso de Brasil, la tasa máxima corresponde a la actual.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

En el caso de América Latina, **Perú y Colombia** mantuvieron su tasa luego de un ciclo de reducciones. En este último país, hay cautela por las presiones inflacionarias, el elevado déficit fiscal y las expectativas de inflación al alza. La excepción fue **Brasil** donde la tasa de 15 por ciento (nivel máximo en 19 años) refleja la respuesta ante las presiones inflacionarias asociadas a una brecha producto persistentemente positiva y a una política fiscal expansiva.

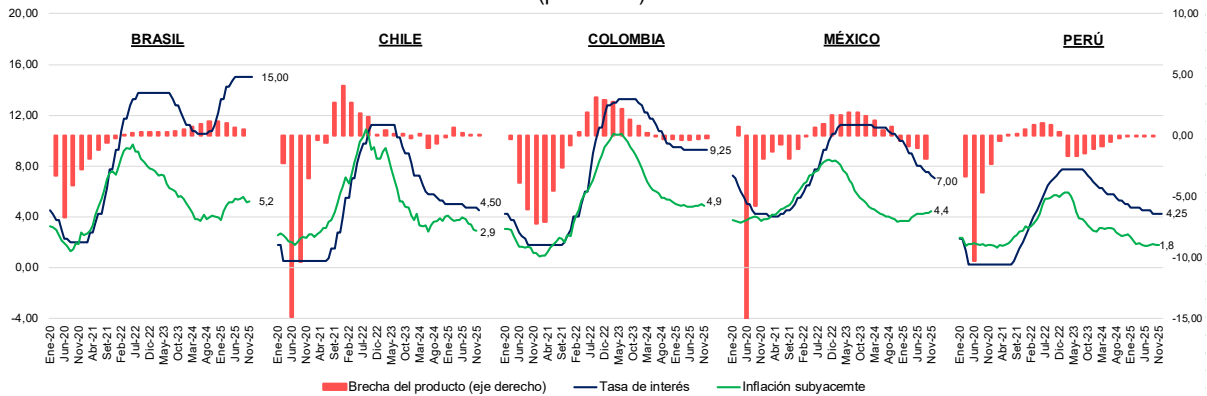
Por el contrario, **México** redujo su tasa en 50 pbs., con lo que continúa el ciclo de flexibilización iniciado en marzo de 2024, mientras que **Chile** la recortó en 25 pbs.,

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

en línea con la disminución gradual de la inflación y el menor dinamismo de la actividad.

Gráfico 18

Latinoamérica: Brecha producto, tasa de política e inflación subyacente 2020-2025
(por ciento)

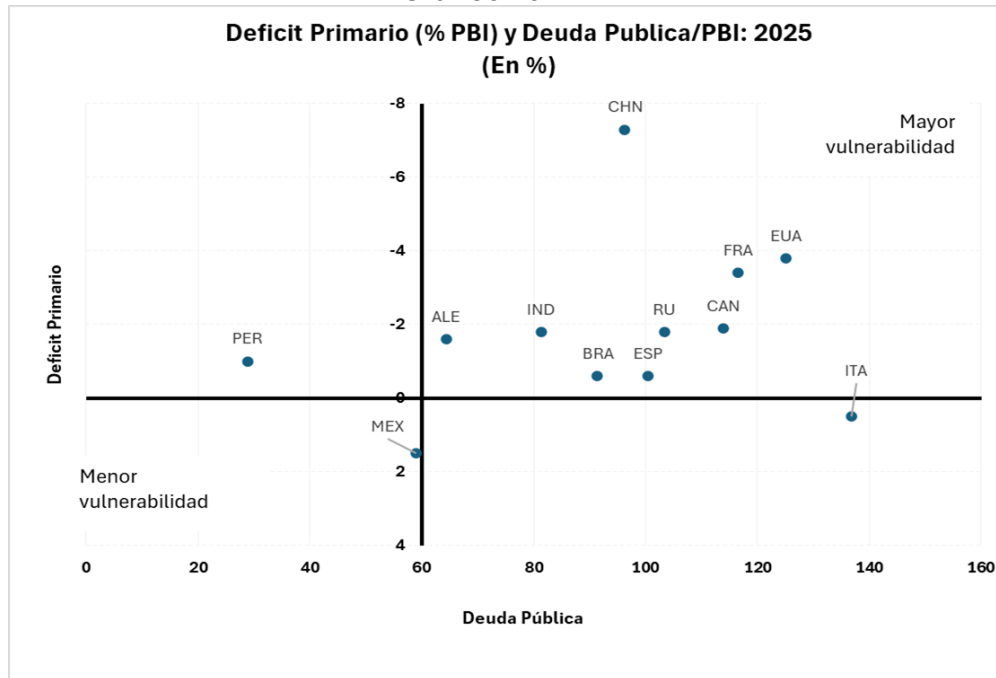


Por otro lado, el banco central de **China** (PBoC) mantuvo las tasas en niveles mínimos, aunque la postura ha pasado a ser menos laxa. De acuerdo con su último reporte trimestral, la entidad busca una implementación efectiva de los ajustes de política y la estabilidad financiera, priorizando una mejora en la transmisión de la política monetaria y optando por apoyo crediticio focalizado frente a una flexibilización generalizada. Asimismo, los bajos márgenes de interés netos continúan siendo la mayor limitación para una flexibilización monetaria adicional.

20. En materia de **política fiscal**, varias economías desarrolladas han enfrentado dificultades para aprobar sus presupuestos o para adoptar medidas conducentes a la consolidación fiscal. En el contexto de una proyección creciente de deuda pública y de compromisos de aumento del gasto de defensa, este impase incrementó la incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal a mediano plazo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 19



Fuente: FMI

En **Estados Unidos**, la falta de aprobación llevó a la paralización parcial del gobierno federal durante 43 días, convirtiéndose en el cierre más largo en la historia del país. Mediante un acuerdo del congreso, se priorizó reabrir el gobierno y garantizar servicios esenciales, pero se ha pospuesto la definición de temas sobre salud y gasto social.

En **Europa**, a los altos niveles de deuda y déficit, se suma el compromiso de aumentar el gasto de defensa en el marco de la OTAN. En **Francia**, el congreso rechazó la propuesta que incluye medidas de recorte de gasto, reducción de días festivos y la contribución temporal a grandes empresas y a personas naturales de altos ingresos. En **Reino Unido**, el congreso tampoco ha aprobado las medidas que buscan financiar el plan de inversión pública —orientado a infraestructura, sanidad y educación— mediante alzas graduales de impuestos, recortes de gasto y reforma del sistema de pensiones.

En **Japón**, el nuevo gobierno del Partido Liberal Democrático (PLD) aprobó un paquete de estímulo de 21,3 billones de yenes (USD 135 mil millones), el mayor desde la pandemia. El paquete comprende recortes de impuestos y aumento en el presupuesto general del Estado por USD 112 mil millones. Para financiar ello, se planea emitir bonos adicionales por al menos JPY 11,5 billones (USD 73,5 mil millones, equivalente a 1,7 por ciento del PBI), superando la emisión del año anterior de JPY 6,7 billones.

Perspectivas de la economía global

- Para el año 2025, la economía mundial mostró una destacada resiliencia en el segundo semestre, con datos ejecutados mejores a los esperados e indicadores adelantados que sugieren que se mantiene esta tendencia. En este contexto, la proyección de crecimiento mundial para el presente año se revisó al alza, de 2,9 a

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

3,1 por ciento, gracias al impulso tanto de las principales economías desarrolladas como en desarrollo. Ello se explica por la evolución del primer semestre, y la reducción de la incertidumbre comercial.

Cuadro 5
Crecimiento mundial

(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP*	2024	2025		2026		2027
			RI Set	RI Dic	RI Set	RI Dic	RI Dic
Economías desarrolladas	39,9	1,8	1,4	1,5	1,2	1,5	1,6
<i>De las cuales</i>							
1. Estados Unidos	14,9	2,8	1,6	1,9	1,1	1,8	1,8
2. Eurozona	11,6	0,9	1,1	1,2	1,1	1,2	1,4
3. Japón	3,3	0,1	0,8	1,0	0,7	0,7	0,8
4. Reino Unido	2,2	1,1	1,0	1,3	1,1	1,1	1,3
5. Canadá	1,3	1,5	1,0	1,2	1,0	1,0	1,5
Economías en desarrollo	60,1	4,3	4,0	4,2	3,9	4,0	3,9
<i>De las cuales</i>							
1. China	19,5	5,0	4,5	5,0	4,2	4,5	4,2
2. India	8,3	6,5	6,2	6,5	6,3	6,3	6,3
3. Rusia	3,5	4,1	1,7	1,7	1,1	1,1	1,1
4. América Latina y el Caribe	7,2	2,4	2,2	2,2	2,2	2,2	2,4
Economía Mundial	100,0	3,3	2,9	3,1	2,8	3,0	2,9

* Base 2024

Fuente: FMI, Consensus Forecast y BCRP (Perú).

Para los próximos años, se proyecta una trayectoria de suavizamiento del crecimiento observado desde el año pasado. Así, para el año 2026 y 2027 se prevé un crecimiento de 3,0 y 2,9 por ciento, respectivamente.

Para 2026, se proyecta una tasa menor a la del año previo, aunque superior a la estimada en el Reporte de Inflación de setiembre. Destaca la revisión al alza del crecimiento de EUA, debido a la inversión relacionada a la IA, la resiliencia del consumo en un contexto de mejores condiciones financieras, producto de la expectativa de una futura reducción de tasas y de un efecto riqueza positivo, y la menor incertidumbre en materia comercial. En la eurozona, se espera una recuperación de la demanda interna ante la mejora de las condiciones financieras (resultado de una menor inflación y una reducción en las tasas de política) y, en algunos casos como Alemania, de un mayor estímulo fiscal.

En el caso de China, a la mejor ejecución observada en el 2025 se suma, en el ámbito comercial, una menor incertidumbre en las relaciones con EUA y la consolidación de nuevas cadenas de suministros; y, en el ámbito doméstico, un mayor impulso a la demanda doméstica producto de las medidas de estímulo.

22. Al igual que en el Reporte anterior, el crecimiento proyectado presenta **riesgos a la baja**.

- (i) El acuerdo comercial reciente entre EUA y China ha reducido sustancialmente la incertidumbre en torno a las tensiones comerciales. Sin embargo, aún existen temas pendientes de definición tanto dentro del propio acuerdo (por ejemplo, el tratamiento final a las tierras raras) como en otros ámbitos, especialmente la política comercial sobre minerales críticos, productos farmacéuticos, semiconductores, entre otros.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

- (ii) Persiste la posibilidad de un crecimiento menor de China. El gasto doméstico no se ha recuperado en línea con los estímulos implementados. Por otro lado, persiste la duda si el deterioro del sector inmobiliario, el cual ha llegado a representar casi un tercio del PBI, puede ser compensado plenamente por el dinamismo de las industrias tecnológicas que han recibido apoyo mediante la reorientación del crédito, pero a su vez enfrentan mayores barreras de entrada debido a la política comercial y a una posible sobreproducción.
- (iii) La evolución de la inflación en EUA podría retrasar la flexibilización de la política monetaria. Menores tasas de interés, sumado a un crecimiento inferior al previsto, podría propiciar correcciones bruscas en los mercados financieros.

Como se ha señalado anteriormente, existen riesgos de sobrevaloración, tanto en los mercados de renta variable, particularmente en las plazas donde el sector tecnológico ha registrado alzas significativas en sus cotizaciones, como en los títulos de renta fija y en otros activos

Un escenario de una política menos expansiva, sumado a los niveles actuales de deuda pública y de los déficits fiscales en las principales economías, reduce el margen para la aplicación de políticas anticíclicas.

- (iv) Respecto a las tensiones geopolíticas, al cierre del presente Reporte estas persisten, en particular entre Ucrania y Rusia, y podrían agravarse. Ello implica riesgos para los balances en los mercados de granos y combustibles.

Mercados financieros internacionales

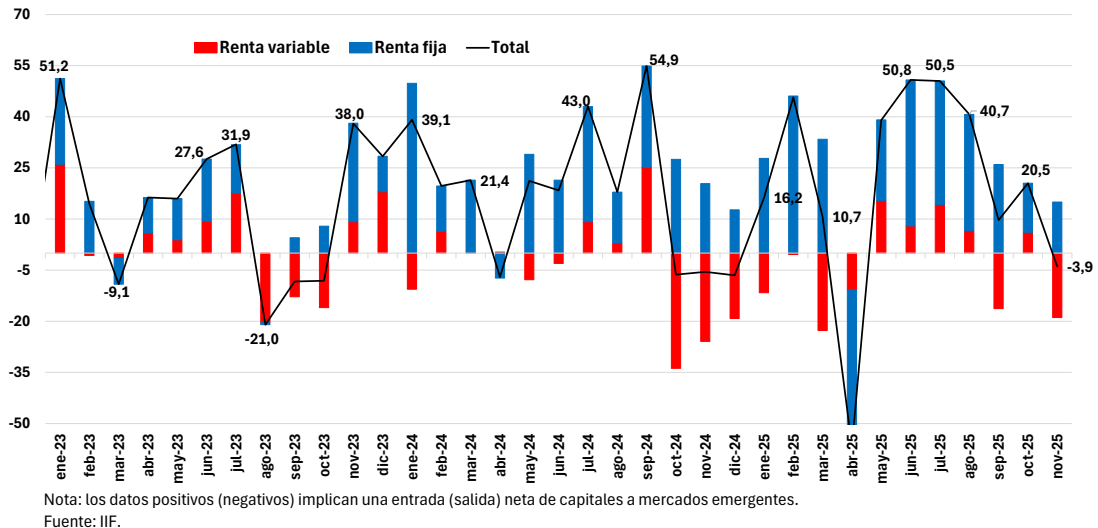
23. Desde el último Reporte de Inflación, los mercados financieros presentaron dos tendencias marcadas.

En el mes de **octubre**, el deterioro del mercado laboral de EUA incrementó las expectativas de una política monetaria más flexible. En línea con ello, en dicho mes la Fed redujo su tasa de interés y anunció que, a partir de diciembre, mantendría estable el tamaño de sus activos. A ello se sumó el avance de las negociaciones comerciales de EUA con otros países, concretamente del acuerdo alcanzado con China, lo que favoreció una reducción de la aversión global al riesgo.

En este contexto, el dólar se debilitó inicialmente frente a la mayoría de las monedas emergentes; la mayoría de las bolsas continuaron con la tendencia al alza de meses previos, lideradas por las firmas tecnológicas; y los rendimientos de los bonos soberanos de las economías desarrolladas disminuyeron. La menor aversión al riesgo también contribuyó al aumento de las cotizaciones de los principales *commodities*: en octubre, el cobre y el oro alcanzaron máximos históricos. Los flujos de capitales a economías emergentes continuaron siendo positivos, destacando los mercados de renta fija.

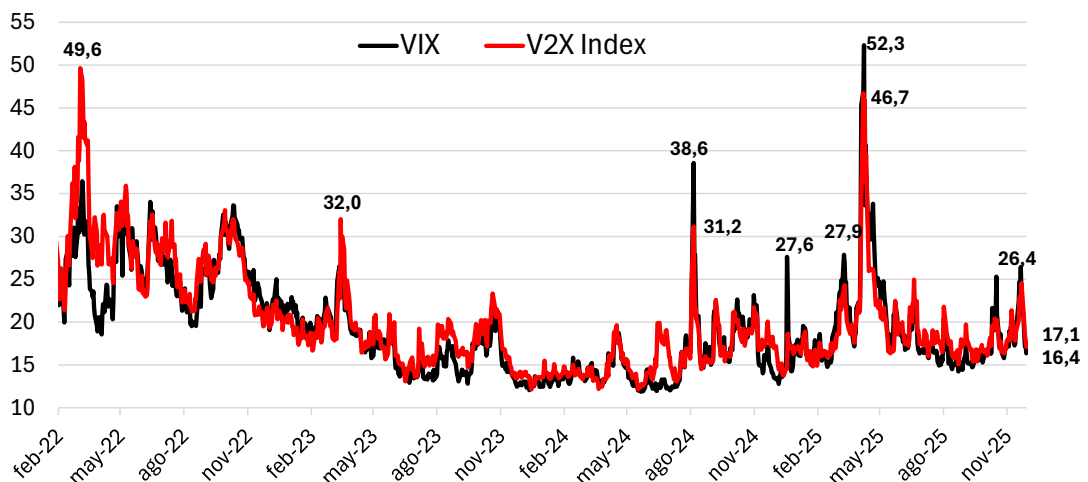
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 20
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
(Miles de millones de USD)



Sin embargo, durante el mes de **noviembre**, una serie de factores afectaron a los mercados y revirtieron parcialmente la tendencia del dólar, de las bolsas y de los rendimientos de los bonos. En primer lugar, el cierre parcial del gobierno estadounidense (*shutdown*), el cual se extendió hasta el 12 de noviembre, interrumpió la publicación de una serie de estadísticas económicas y acentuó la percepción sobre las dificultades en el congreso de EUA para alcanzar acuerdos en materia de política fiscal. En segundo lugar, el aumento previo en el precio de las acciones tecnológicas y el significativo incremento de su capitalización generaron temores de una sobrevaloración de estos activos, en un contexto de anuncios de grandes proyectos de inversión.

Gráfico 21
Índices de volatilidad: VIX (bolsa de EUA) y V2X (bolsa de la Eurozona)



Fuente: Reuters.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

24. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se apreció de forma generalizada en lo que va del cuarto trimestre, aunque con una marcada volatilidad. Entre los factores que presionaron al alza durante este periodo destacan el aumento temporal en la aversión al riesgo, producto del *shutdown* y de la incertidumbre inicial de las negociaciones comerciales con China, y los episodios en los que la Fed mostró una mayor preocupación por las presiones inflacionarias, lo que da lugar a la posibilidad de una flexibilización más lenta de la política monetaria. La interrupción en la difusión regular de indicadores económicos en EUA, a raíz del *shutdown*, ha dificultado anticipar las acciones futuras de política monetaria.

Entre las **monedas desarrolladas**, se destacó la depreciación del yen en más de 5 por ciento, en un escenario de mayor diferencial de crecimiento económico con respecto a EUA y, por ende, un incremento de los diferenciales de tasas de interés. A ello se sumaron las preocupaciones asociadas a un mayor deterioro fiscal, señalado anteriormente.

Gráfico 22

Índice del dólar DXY*



* Un aumento (caída) del índice DXY implica una apreciación (depreciación) del dólar estadounidense frente a las divisas.
Fuente: Reuters.

Con respecto a las **monedas emergentes**, la gran mayoría se apreció, favorecida por el entorno internacional de altos precios de *commodities* y las entradas de capitales en octubre. Entre las excepciones, destacaron el peso argentino oficial y el won coreano. En el caso del peso, se registró una elevada incertidumbre previa a las elecciones parlamentarias de Argentina y persistieron las preocupaciones por los bajos niveles de reservas del Banco Central, incluso luego de recibir fondos como parte de un acuerdo con el Tesoro de EUA. Luego de las elecciones legislativas de noviembre, esta tendencia se revirtió parcialmente. Con respecto al won, la incertidumbre se mantuvo elevada por las tensiones comerciales con EUA y la inestabilidad política.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 6

Tipos de Cambio*

(En U.M. por dólar, excepto euro y libra)

		Dic-24	Set-25	Nov-25	Var. %**	
		(a)	(b)	(c)	(c) / (b)	(c) / (a)
Índice dólar DXY***	US Dollar Index	108,49	97,78	99,44	1,7	-8,3
Euro	Euro	1,035	1,173	1,160	-1,2	12,0
Reino Unido	Libra	1,251	1,344	1,324	-1,5	5,8
Japón	Yen	157,18	147,90	156,15	5,6	-0,7
Brasil	Real	6,184	5,322	5,336	0,3	-13,7
Colombia	Peso	4402	3921	3745	-4,5	-14,9
Chile	Peso	993	962	927	-3,6	-6,6
México	Peso	20,82	18,31	18,29	-0,1	-12,2
Argentina	Peso	1030	1380	1449	5,0	40,7
Perú	Sol	3,761	3,473	3,365	-3,1	-10,5
Sudáfrica	Rand	18,85	17,25	17,10	-0,8	-9,3
India	Rupia	85,55	88,81	89,35	0,6	4,4
Turquía	Lira	35,34	41,57	42,47	2,2	20,2
Rusia	Rublo	113,50	82,90	77,50	-6,5	-31,7
China	Yuan (onshore)	7,299	7,119	7,075	-0,6	-3,1
Corea Del Sur	Won	1477	1404	1467	4,5	-0,6
Indonesia	Rupia	16090	16660	16650	-0,1	3,5
Tailandia	Bath	34,26	32,44	32,10	-1,0	-6,3
Malasia	Ringgit	4,468	4,206	4,130	-1,8	-7,6
Filipinas	Peso	58,08	58,28	58,57	0,5	0,9

* Elaborado al 28 de noviembre del 2025.

** Un aumento (caída) implica una apreciación (depreciación) del dólar, excepto en el euro y la libra.

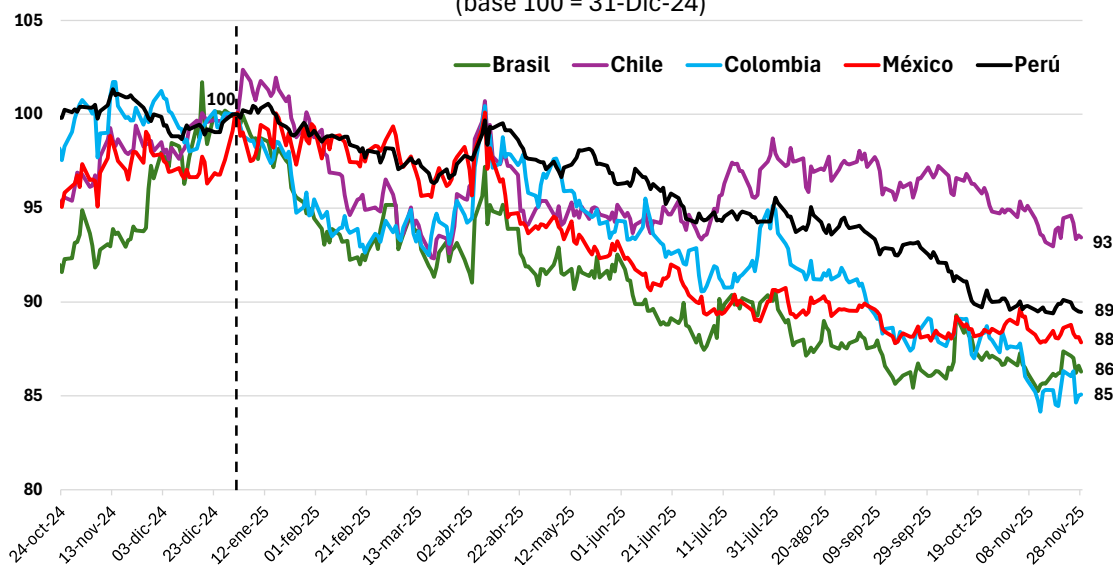
*** Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar frente a la canasta de monedas conformado por el euro, yen, libra, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo.

Fuente: Reuters.

Gráfico 23

Desempeño de las monedas de LAC5

(base 100 = 31-Dic-24)



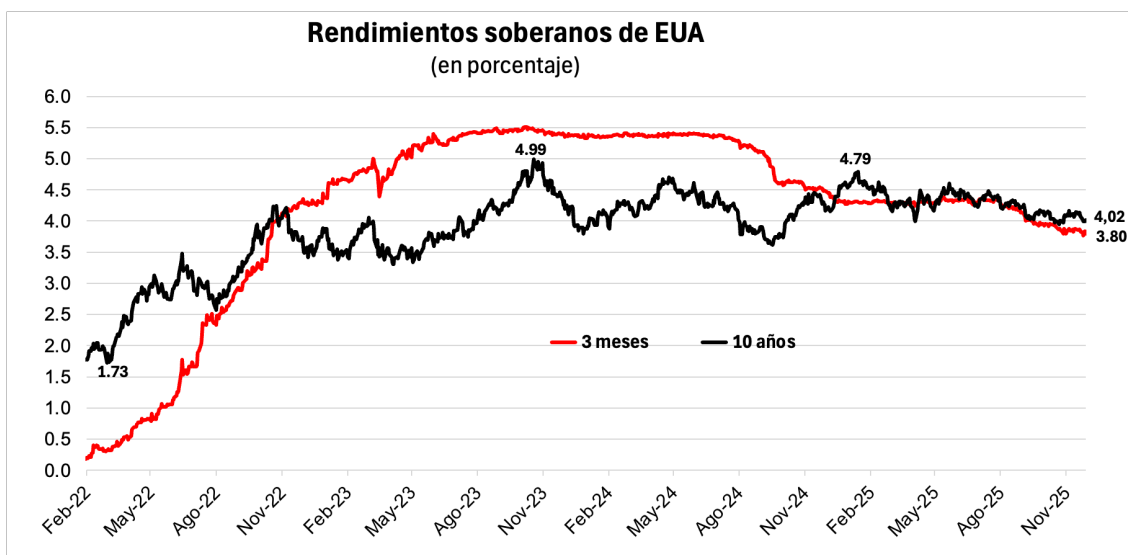
Fuente: Reuters.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

25. En los **mercados de renta fija**, los rendimientos soberanos de EUA se redujeron por las menores tensiones comerciales, que aliviaron las presiones inflacionarias, y por el recorte de la tasa de interés por parte de la Fed.

Sin embargo, esta tendencia se moderó hacia inicios de noviembre. La incertidumbre aumentó debido al prolongado cierre del gobierno estadounidense, que retrasó la difusión de datos económicos relevantes. A ello se sumó el cambio en la retórica de la Fed tras su reunión de fines de octubre, en la que se mostró una mayor cautela respecto a nuevos recortes en las tasas de interés ante el riesgo al alza de la inflación. En dicha reunión, Powell señaló que no existe garantía de un nuevo recorte de tasas en diciembre debido a la persistencia de la inflación, lo que generó una ligera corrección en las tasas de mercado.

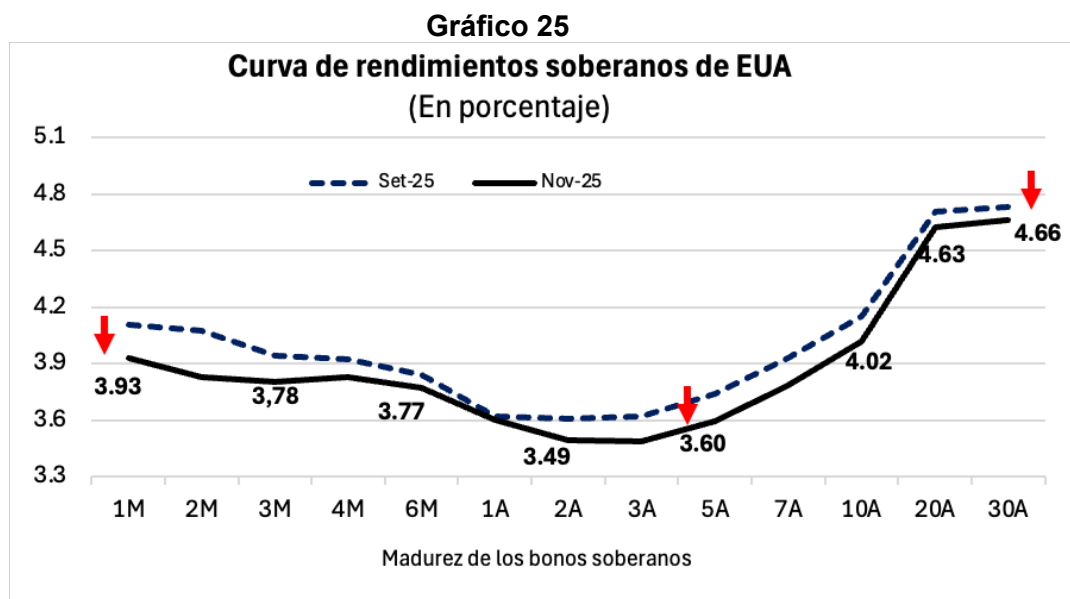
Gráfico 24



Fuente: Reuters.

De esta forma, todos los tramos en la curva de rendimientos cayeron. Los mayores cambios se observaron en las tasas de interés de corto plazo (de 1 a 3 meses), que se redujeron hasta en 25 pbs. Asimismo, se observaron disminuciones entre 13 y 15 pbs. en las tasas de interés de mediano plazo (de 3 a 7 años).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Fuente: Reuters.

Los rendimientos de los **bonos soberanos en otras economías desarrolladas**, como la eurozona, siguieron la tendencia de sus pares de EUA y registraron descensos generalizados en octubre y noviembre.

Por otro lado, en Japón se observó un aumento en los rendimientos ante la mayor inflación y preocupaciones sobre la sostenibilidad fiscal, tras el anuncio del paquete de estímulo por parte de la administración de la nueva primera ministra Sanae Takaichi. Así, el rendimiento a 30 años alcanzó máximos históricos, mientras que el rendimiento a 20 años se ubicó en su nivel más alto desde 1999.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 7
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS*
(En porcentaje)

	Dic-24	Set-25	Nov-25	Diferencia (pbs.)	
	(a)	(b)	(c)	(c) - (b)	(c) - (a)
Estados Unidos	4.57	4.15	4.02	-14	-56
Alemania	2.36	2.71	2.69	-2	32
Francia	3.19	3.53	3.41	-13	21
Italia	3.52	3.53	3.40	-13	-12
España	3.06	3.26	3.16	-9	11
Grecia	3.22	3.38	3.29	-9	7
Reino Unido	4.56	4.70	4.44	-26	-13
Japón	1.09	1.64	1.81	16	72
Brasil	15.16	13.72	13.41	-31	-175
Colombia	11.88	11.34	12.52	118	64
Chile	6.00	5.66	5.36	-31	-64
México	10.42	8.82	8.91	9	-151
Perú	6.63	6.07	5.92	-16	-71
Sudáfrica	10.31	9.16	8.49	-67	-183
India	6.76	6.58	6.51	-7	-25
Turquía	26.81	28.86	29.29	43	248
China	1.68	1.87	1.83	-4	16
Corea del Sur	2.87	2.94	3.35	41	47
Indonesia	6.97	6.35	6.30	-5	-67
Tailandia	2.25	1.42	1.74	32	-52
Malasia	3.81	3.45	3.46	1	-36
Filipinas	6.05	5.80	5.50	-30	-55

* Elaborado al 28 de noviembre del 2025.

Fuente: Reuters.

En Latinoamérica, destaca el aumento en los rendimientos de Colombia, debido al incremento de la inflación, el sobrecalentamiento de la economía, nuevas emisiones de deuda, un elevado déficit fiscal y tensiones diplomáticas con EUA.

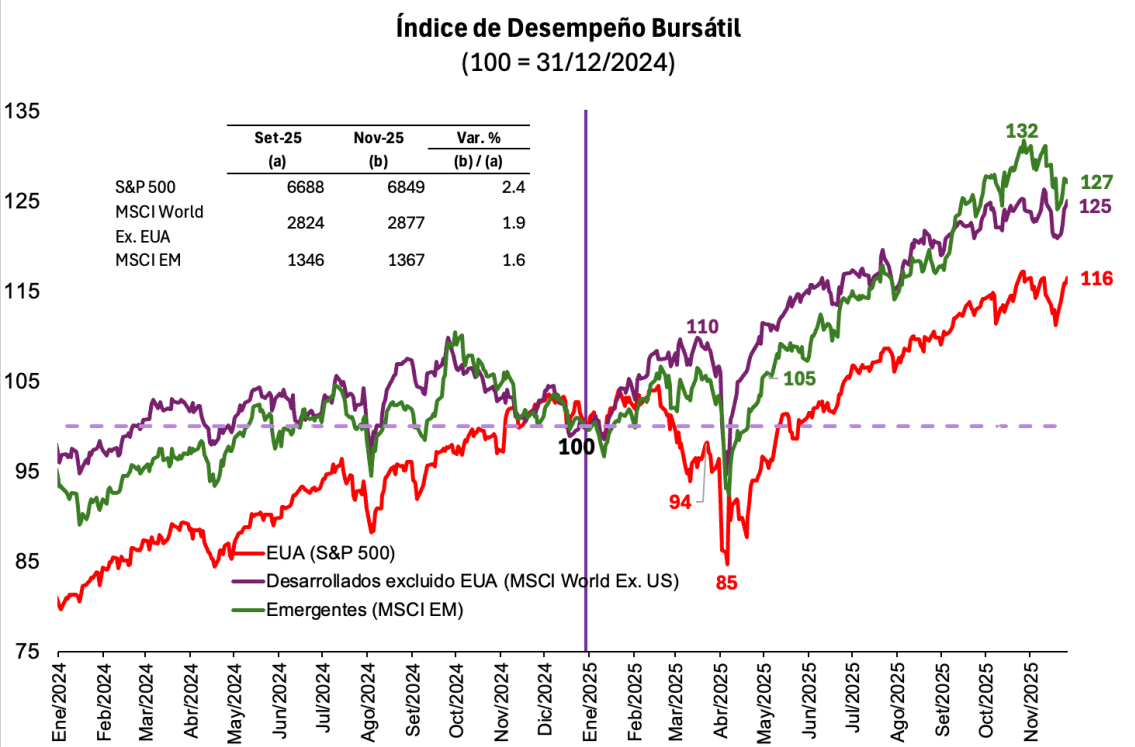
- En los **mercados de renta variable**, las acciones globales mostraron un comportamiento diferenciado hacia el cierre del periodo. Durante octubre prevaleció un alto apetito por riesgo, impulsado por la reducción de tensiones comerciales, resultados corporativos positivos del tercer trimestre y anuncios de inversiones en IA. Este optimismo llevó a los índices de EUA a alcanzar nuevos máximos históricos.

Sin embargo, esta tendencia se revirtió parcialmente a inicios de noviembre, cuando se registró una toma de ganancias y un *sell-off* ante las crecientes preocupaciones sobre las valorizaciones de las acciones tecnológicas. Ello se debió, en parte, al prolongado cierre del gobierno de EUA, el cual retrasó la publicación de datos económicos clave, y a la postura más restrictiva de la Fed.

De esta manera, si bien el índice S&P 500 logró acumular un avance de 2,4 por ciento entre setiembre y noviembre, otras plazas bursátiles registraron incrementos de mayor magnitud, reflejo de un mayor atractivo por activos extranjeros.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 26



A nivel de sectores en EUA, se observó una dispersión en el rendimiento acumulado entre setiembre y noviembre. Los sectores de salud y comunicaciones lideraron ampliamente el avance del mercado bursátil, con ganancias de 12,9 y 8,2 por ciento, respectivamente. Este desempeño estuvo en línea con los resultados corporativos positivos del tercer trimestre.

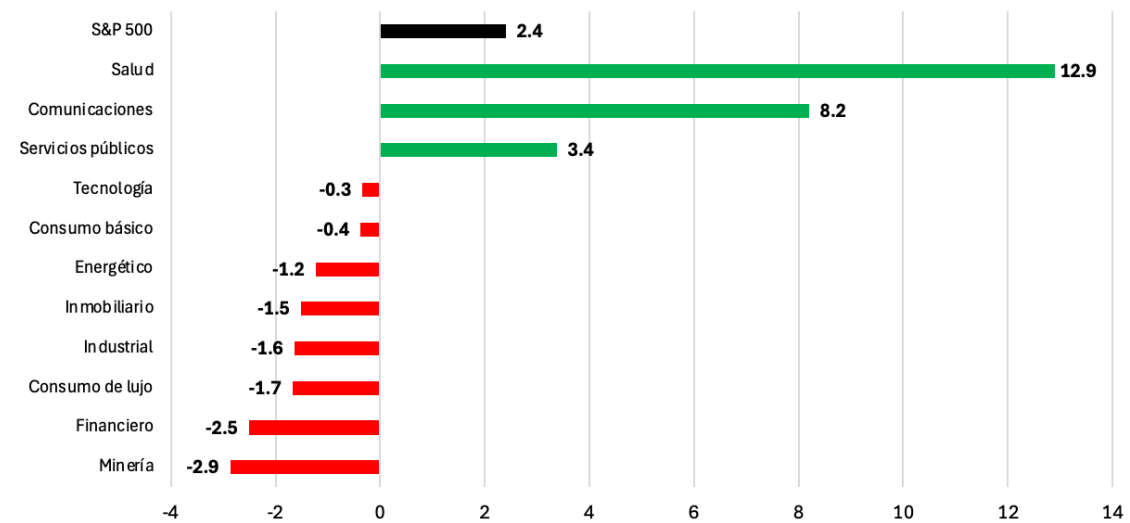
Por el contrario, diversos sectores cíclicos mostraron el peor desempeño. A pesar de los máximos históricos generales alcanzados en octubre, los sectores minero y financiero registraron caídas de 2,9 y 2,5 por ciento, respectivamente. Del mismo modo, los sectores de consumo de lujo e industrial retrocedieron en medio de la incertidumbre a inicios de noviembre y por el posible impacto de los aranceles.

En cuanto a las firmas tecnológicas, sus acciones avanzaron en octubre, impulsadas por anuncios de grandes proyectos de inversión en IA. No obstante, luego revirtieron sus tendencias alcistas durante noviembre ante preocupaciones sobre la rentabilidad de dicho gasto en infraestructura, lo que se sumó a las dudas asociadas a sus elevadas valorizaciones.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

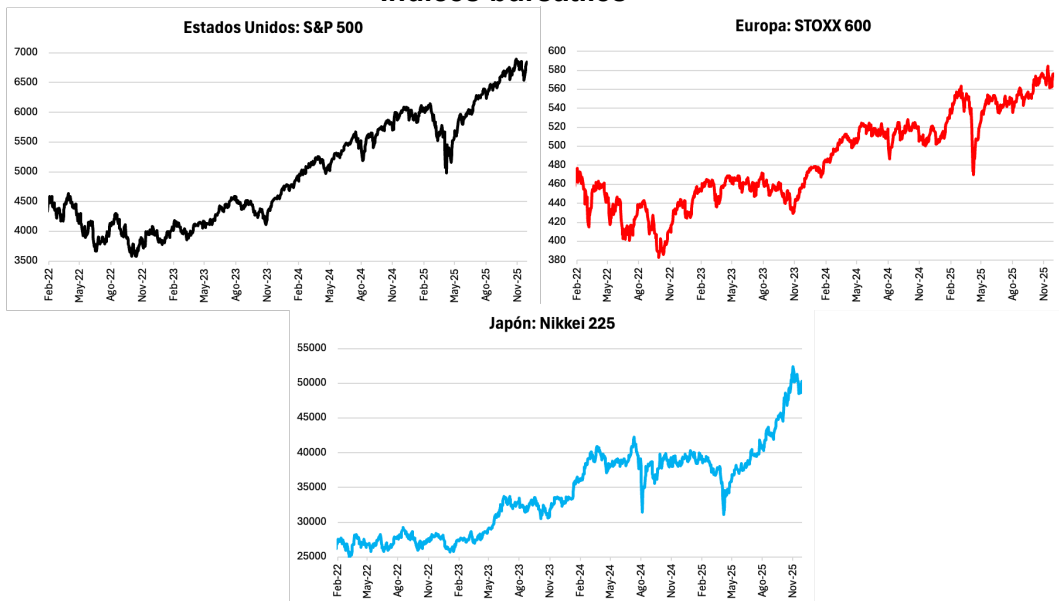
Gráfico 27

Desempeños de los sectores del índice bursátil S&P 500: Nov-25 / Set-25
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.

Gráfico 28
Índices bursátiles



Fuente: Reuters.

En la región, las bolsas de Chile y Argentina lideraron los avances tras los recientes resultados electorales. En el primer caso, los mayores precios de los metales y los resultados electorales de la primera vuelta contribuyeron en el avance de la bolsa. En el segundo caso, la depreciación del peso argentino impulsó, en parte, a las firmas exportadoras que cotizan en la bolsa. Asimismo, influyó en el alza el resultado favorable obtenido por el partido gobernante en las elecciones legislativas en noviembre.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 8
Bolsas mundiales*
(En índices)

		Dic-24 (a)	Set-25 (b)	Nov-25 (c)	Var. %	
					(c) / (b)	(c) / (a)
VIX**	S&P 500	17,35	16,28	16,35	0,1	-1,0
Estados Unidos	Dow Jones	42544	46398	47716	2,8	12,2
Estados Unidos	S&P 500	5882	6688	6849	2,4	16,4
Estados Unidos	Nasdaq	19311	22660	23366	3,1	21,0
Alemania	DAX	19909	23881	23837	-0,2	19,7
Francia	CAC 40	7381	7896	8123	2,9	10,1
Italia	FTSE MIB	34186	42725	43357	1,5	26,8
España	IBEX 35	11595	15475	16372	5,8	41,2
Grecia	ASE	1470	2034	2083	2,4	41,7
Reino Unido	FTSE 100	8173	9350	9721	4,0	18,9
Japón	Nikkei 225	39895	44933	50254	11,8	26,0
Brasil	Ibovespa	120283	146237	159072	8,8	32,2
Colombia	COLCAP	1380	1872	2073	10,7	50,3
Chile	IPSA	6710	8971	10129	12,9	50,9
México	IPC	49513	62916	63597	1,1	28,4
Argentina	Merval	2533635	1773440	3026470	70,7	19,5
Perú	MSCI Nuam Ind. Gral.***	28961	38055	38979	2,4	34,6
Sudáfrica	JSE	84095	107941	110959	2,8	31,9
India	Nifty 50	23645	24611	26203	6,5	10,8
Turquía	XU100	9831	11012	10899	-1,0	10,9
China	Shangai C.	3352	3883	3889	0,1	16,0
Corea Del Sur	KOSPI	2399	3425	3927	14,7	63,6
Indonesia	JCI	7080	8061	8509	5,6	20,2
Tailandia	SET	1400	1274	1257	-1,4	-10,2
Malasia	KLCI	1642	1612	1604	-0,5	-2,3
Filipinas	Psei	6529	5953	6022	1,2	-7,8

* Elaborado al 28 de noviembre de 2025.

** Los datos y las variaciones están expresados en puntos.

*** El MSCI NUAM Peru General es el nuevo índice de referencia general de la BVL, en el contexto de la integración de los mercados bursátiles de Chile, Colombia y Perú (NUAM).

Fuente: Reuters.

Precios de los *commodities*

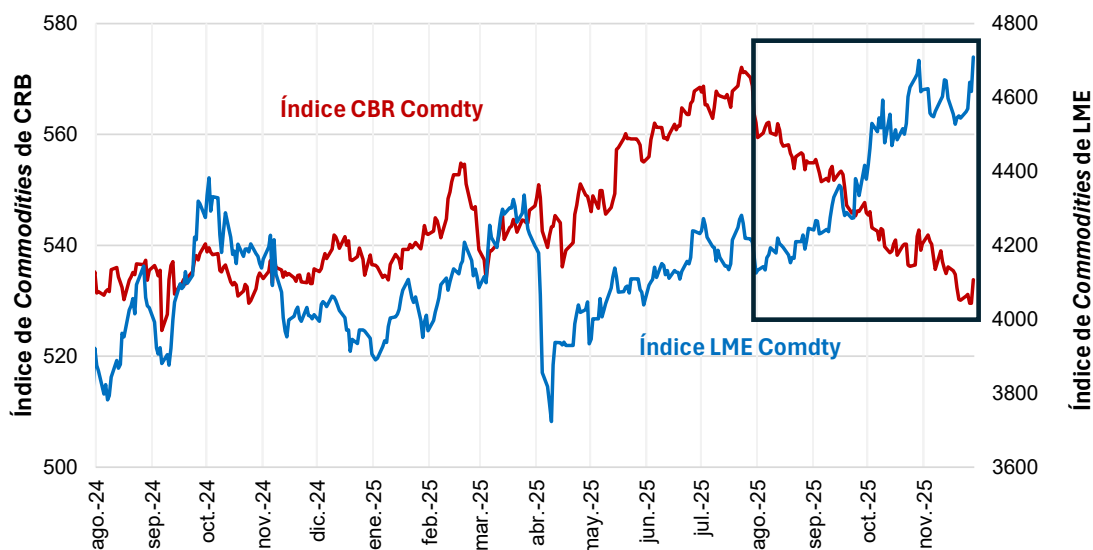
27. El mercado de *commodities* ha mostrado un comportamiento diferenciado a nivel de productos. Así, el **índice de metales LMEX** repuntó debido a restricciones generalizadas en la oferta, a la depreciación del dólar y a la reactivación de la manufactura china¹. Por el contrario, el índice Commodity Research Bureau (CRB, por sus siglas en inglés), cuya canasta también incluye productos agrícolas y energía, mantiene la tendencia a la baja iniciada en agosto. El retroceso en el CRB responde fundamentalmente a las presiones a la baja de los precios del petróleo, ante una evidente sobreoferta, y de los productos agrícolas, los cuales se benefician de mejoras en las cosechas a nivel global).

¹ El CRB es un índice amplio que mide la evolución de diversas materias primas, mientras que el LMEX se enfoca únicamente en los metales básicos del LME y actúa como referencia para la actividad industrial y la demanda de insumos metálicos.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 29

Índice de *Commodities* LME y CRB



Fuente: Reuters.

Para el horizonte de proyección, el mercado de **metales básicos** consolidaría una perspectiva moderadamente alcista, sustentada principalmente en la persistencia de restricciones de oferta y un crecimiento moderado de la demanda.

En el sector energético, el precio del **petróleo** se mantendría alrededor de los niveles actuales, considerando una oferta holgada. Sin embargo, los costos de producción de petróleo de esquisto de EUA, principal productor mundial, limitarían una caída significativa respecto a los niveles actuales. En el caso del **gas natural**, el incremento esperado en la producción de gas natural licuado en EUA, con fines de exportación, reduciría la disponibilidad en el mercado interno y, en contraste, aumentaría la oferta disponible en Europa. Ello conduciría a un menor diferencial entre el precio del mercado europeo y el del mercado de EUA (Henry Hub).

Cobre

28. La cotización promedio del **cobre** aumentó 9 por ciento en los últimos dos meses del año, al pasar de USD/lb. 4,51 en setiembre a un máximo histórico (promedio mensual) de USD/lb. 4,90 en noviembre de 2025. Con ello, la cotización del cobre acumuló un incremento de 21 por ciento en lo que va del año 2025.

Este aumento responde a un cambio significativo en las expectativas del mercado, marcado por un deterioro acelerado de la oferta y una creciente percepción de escasez futura. En el corto plazo, destacan problemas de oferta asociados a múltiples interrupciones como la paralización de la empresa Grasberg (Indonesia), los recortes y ajustes operativos en Quebrada Blanca (Chile), Highland Valley (Canadá) y Antofagasta (Chile), así como una alta probabilidad de nuevos recortes en la República Democrática del Congo e Indonesia.

Por el lado de la demanda, la desaceleración se vio atenuada por la acumulación de inventarios de EUA (tras la inclusión, por parte de gobierno, del cobre como

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

mineral crítico) y la demanda de China por las industrias vinculadas a energía, transporte y electrodomésticos.

Estos cambios generan presiones al alza en la cotización, lo cual se refleja en la revisión del balance global por parte del Grupo Internacional de Estudios del Cobre. Esta institución pasó de proyectar un mercado holgado a prever una estrechez estructural en 2026, debido a una menor expansión prevista en la oferta (de 2,3 por ciento a 1,4 por ciento) y una demanda relativamente inelástica, impulsada por los sectores de energía, transporte y electrodomésticos en China, así como por la transición energética y la digitalización.

Cuadro 9
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Producción Minera Global	21 227	21 917	22 364	22 981	23 317	23 860
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 897	25 278	26 508	27 397	28 321	28 579
Utilización Global de Refinados	25 259	25 857	26 604	27 328	28 143	28 729
Balance de Refinados 2/	-362	-579	-96	69	178	-150

1/ El balance de refinados se calcula como la resta entre la producción global de refinados (oferta) y su uso (demanda).

2/ Reporte mensual del ICSG y de proyecciones del ICSG de octubre de 2025.

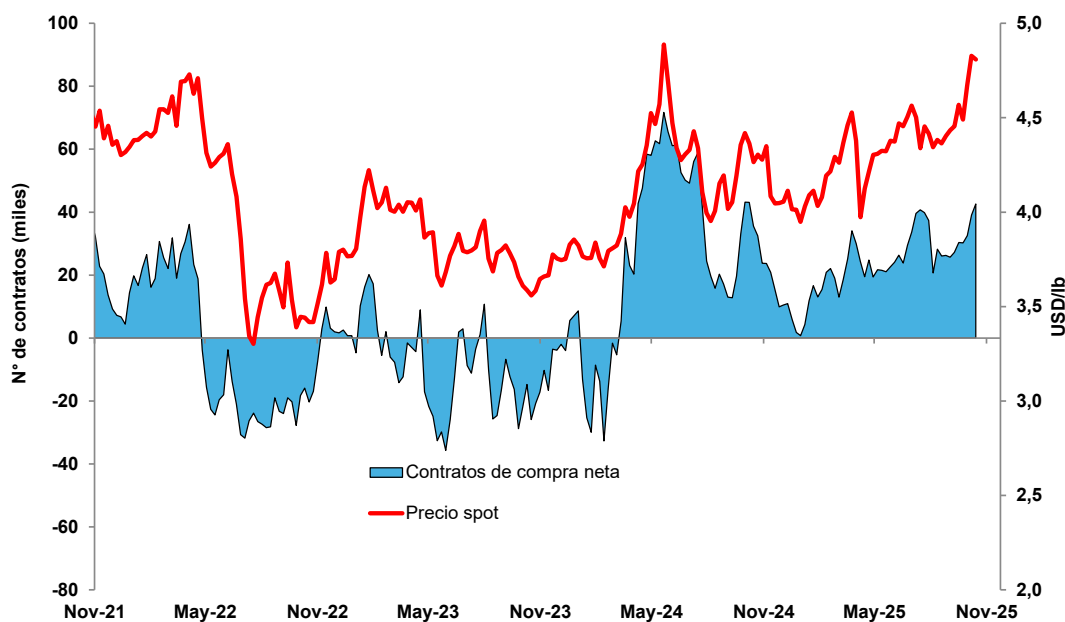
Fuente: ICSG.

El repunte reciente en la cotización del cobre estuvo acompañado por el aumento en las posiciones no comerciales en el mercado de futuros, que reaccionaron al cambio en el balance esperado del mercado por los factores mencionados. Todo ello, sumado a la debilidad del dólar, el recorte de tasas de la Fed y señales de reactivación en China actuó como el catalizador financiero definitivo para la recuperación del precio en el periodo analizado.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 30

Cobre: Contratos no comerciales



Nota: Las Posiciones Netas Especulativas de Cobre de la Comisión de Comercio de Futuros de *Commodities* (Commodity Futures Trading Commission) constituyen un informe semanal que refleja la diferencia entre el volumen total de las posiciones de cobre largas (o de compra) y cortas (o de ventas) existentes en el mercado y abiertas por operadores no comerciales (especulativos). El informe solo incluye los mercados de futuros de los Estados Unidos (Bolsas de Chicago y Nueva York).

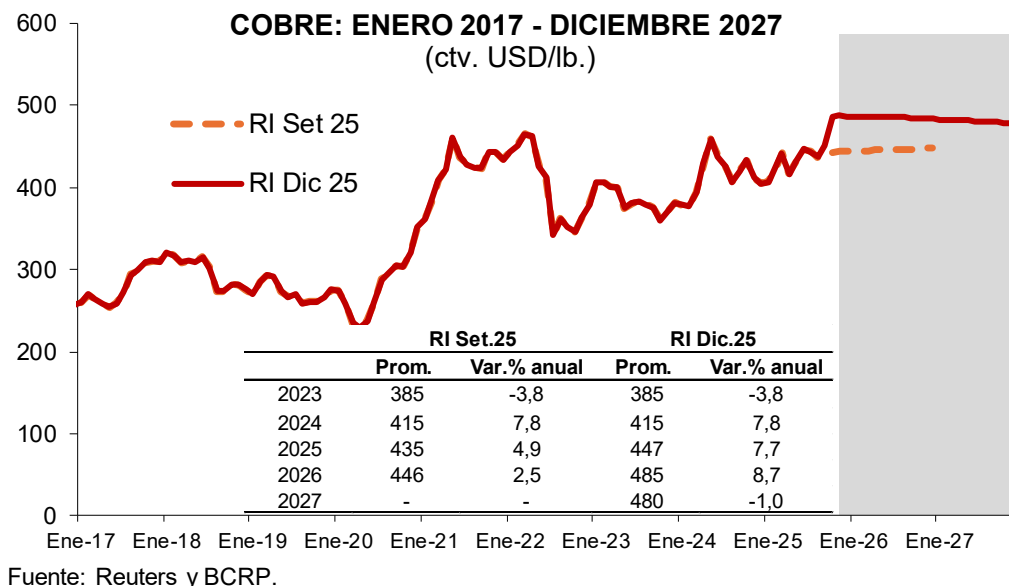
Fuente: Comex.

En este contexto, la proyección del precio del cobre se revisó al alza respecto a la estimación del Reporte de Inflación de setiembre. Este ajuste responde a los factores previamente mencionados, entre ellos las disrupciones en la oferta, los inventarios globales desalineados y una demanda estructuralmente resiliente.

Además, la posible implementación de nuevos aranceles al cobre refinado por parte de EUA volvería a ampliar el diferencial entre la cotización en las bolsas de COMEX y LME, y generaría una nueva redistribución global de inventarios.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 31



Zinc

29. La cotización internacional promedio del zinc se incrementó en 9 por ciento en los últimos dos meses, pasando de USD/lb. 1,33 en setiembre a USD/lb. 1,45 en noviembre de 2025. Con ello, el precio del zinc acumuló un incremento de 5 por ciento desde comienzos de año.

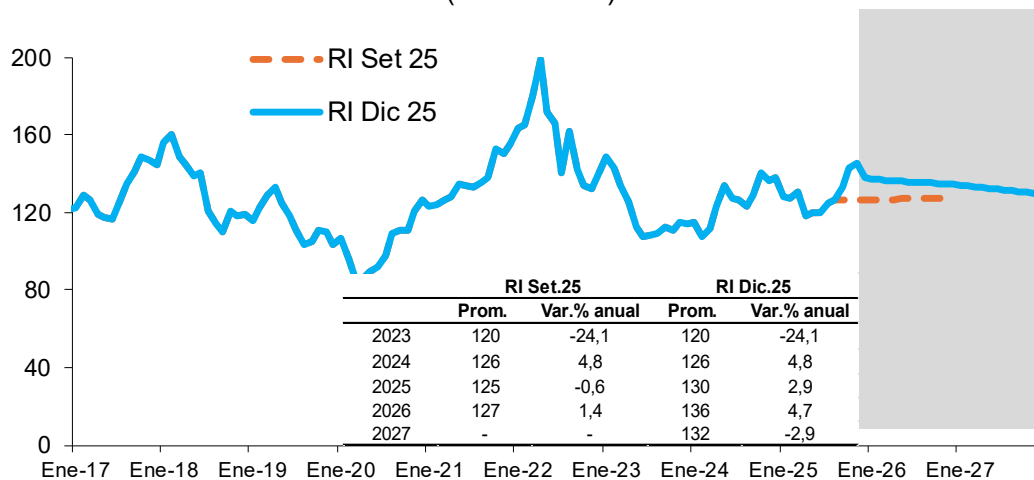
La cotización del zinc aumentó durante los últimos dos meses, impulsada por rigideces de oferta de corto plazo. Los problemas de suministro en 2025 persisten: la producción refinada fuera de China (en economías como EUA, Italia, Japón, Corea del Sur) continúa rezagada, en parte por la escasez de concentrado y por la incertidumbre en torno a la entrada de nuevos proyectos en Europa, China y Australia. Esta escasez se ha reflejado en una drástica caída en los inventarios del LME, que disminuyeron 8 por ciento desde finales de agosto y acumulan una reducción superior al 78 por ciento en lo que va del año.

En línea con estos desarrollos, para el horizonte de proyección se prevé una revisión al alza en el precio respecto a lo proyectado en el Reporte de Inflación de setiembre. Se asume que una parte significativa de las restricciones de oferta mencionadas anteriormente se revertiría y que el mercado presentaría un superávit global. La normalización de la producción estaría acompañada por una demanda débil, afectada por la persistente fragilidad del sector inmobiliario chino y una recuperación gradual en las economías de Occidente.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 32

ZINC: ENERO 2017 - DICIEMBRE 2027
(ctv. USD/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Oro

30. La cotización promedio del **oro** aumentó 11 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando un máximo histórico mensual de USD/oz.tr. 4087 en noviembre de 2025. Con ello, el precio del oro acumuló un incremento de 55 por ciento desde inicios de año.

En los últimos dos meses, el precio del oro escaló hasta registrar un récord histórico diario de USD/oz.tr. 4356 el 20 de octubre. A la demanda proveniente de algunos bancos centrales (como Brasil, Kazajistán, Guatemala y, en menor medida, China) se sumó un aumento en la participación de inversionistas privados ante la expectativa de recortes de tasas por parte de la Fed.

La demanda del oro se ha visto reforzada durante 2025 por los problemas de sostenibilidad de la deuda pública en varias economías desarrolladas, señalados anteriormente. Ello ha reducido la confianza en los bonos soberanos y, por lo tanto, ha disminuido su atractivo como activo seguro.

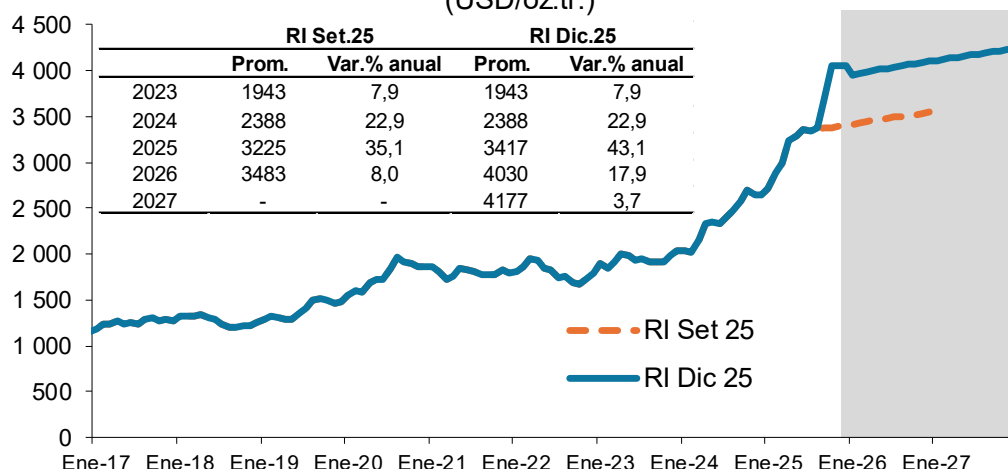
A pesar de una corrección a principios de noviembre y de datos económicos en EUA que redujeron temporalmente las expectativas de recortes de tasas, el oro se mantuvo en rangos elevados durante el último bimestre, estabilizándose alrededor de los USD/oz.tr. 4000.

En línea con los datos ejecutados, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación de setiembre. Este horizonte de precios se sustenta en un menor atractivo de los bonos soberanos de las economías desarrolladas y en la política de acumulación de oro por parte de China y de algunas economías emergentes.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 33

ORO: ENERO 2017 - DICIEMBRE 2027
(USD/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Gas

31. En los dos últimos meses, la cotización promedio del **gas natural Henry Hub** aumentó 48 por ciento. Con ello, la cotización del gas acumuló un incremento de 31 por ciento en lo que va del año 2025. Por el contrario, la cotización correspondiente al mercado de Europa (*UK BNP*) se redujo en 10 por ciento en los últimos dos meses, con lo cual acumuló una caída de 22 por ciento en lo que va de 2025. Cabe señalar que, al igual que lo señalado en los anteriores Reportes de Inflación, los precios en el mercado de Europa se mantienen por encima de la cotización del gas natural **Henry Hub**.

En **Estados Unidos**, el precio del gas natural aumentó durante los últimos dos meses debido principalmente a un incremento de las exportaciones de gas natural licuado (GNL), que reducen la disponibilidad de oferta de gas natural en el mercado doméstico de EUA. Así, las exportaciones de GNL aumentaron 25 por ciento en los últimos doce meses, lo que generó restricciones de oferta en el mercado interno. Por el lado de la demanda, las presiones al alza se asociaron a la fuerte demanda del sector eléctrico durante el verano.

Por su parte, la caída del precio del gas natural en Europa responde a un entorno de abastecimiento holgado, donde la creciente disponibilidad de GNL, en particular proveniente de EUA, ha permitido mantener altos niveles de almacenamiento, compensando la pérdida del suministro ruso. Ello estuvo acompañado por una demanda contenida, resultado del crecimiento económico moderado y del progresivo desplazamiento del gas por fuentes de energía renovables y nucleares.

En línea con los datos ejecutados, y con las perspectivas de una mayor capacidad de exportación de GNL en EUA², el precio promedio del gas natural Henry Hub se ha revisado ligeramente al alza. Por el contrario, esta mayor oferta de GNL presionaría a la baja la cotización en el mercado europeo, donde además se presenta un alto nivel de inventarios. Cabe señalar que, en el marco de las

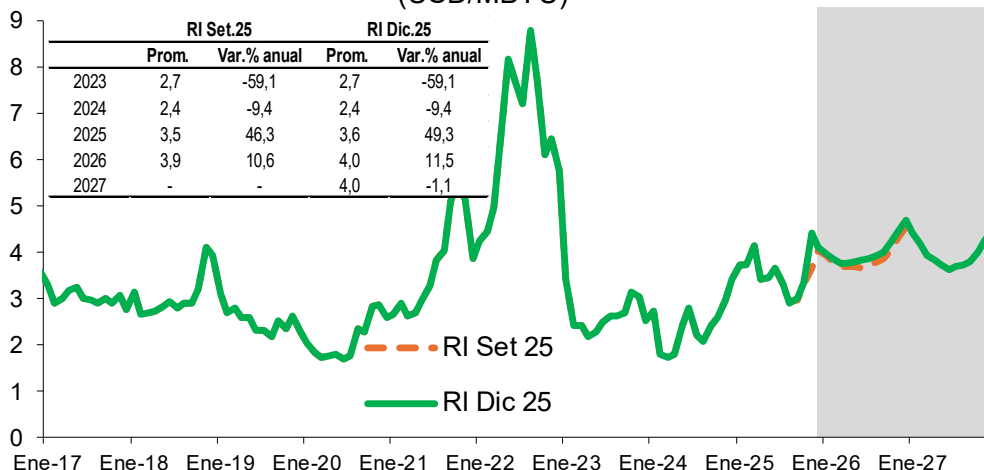
² Ello incluye plantas como Plaquemines y Corpus Christi Stage 3.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

negociaciones comerciales entre EUA y la UE, existe el compromiso de incrementar las importaciones desde EUA durante el horizonte de proyección, lo que se sumaría a la oferta proveniente de Qatar y de África.

Gráfico 34

GAS NATURAL HENRY HUB: ENERO 2017 - DICIEMBRE 2027 (USD/MBTU)



Fuente: Reuters y BCRP.

Petróleo

32. En los dos últimos meses, la cotización promedio del **petróleo** WTI disminuyó 6 por ciento, pasando de US\$/br. 64 en setiembre a US\$/br. 60 en noviembre de 2025. Con ello, acumuló una caída de 14 por ciento respecto de diciembre de 2024.

La caída de los precios del petróleo de los dos últimos meses se debe a un exceso de oferta en un mercado donde la demanda crece a menor ritmo. La expansión de la producción de EUA, junto con el incremento programado de la OPEP+, ha generado un superávit que se mantendría en los próximos años. Este exceso de crudo se ha materializado en cinco meses consecutivos de aumento en los inventarios, que han alcanzado niveles máximos de cuatro años.

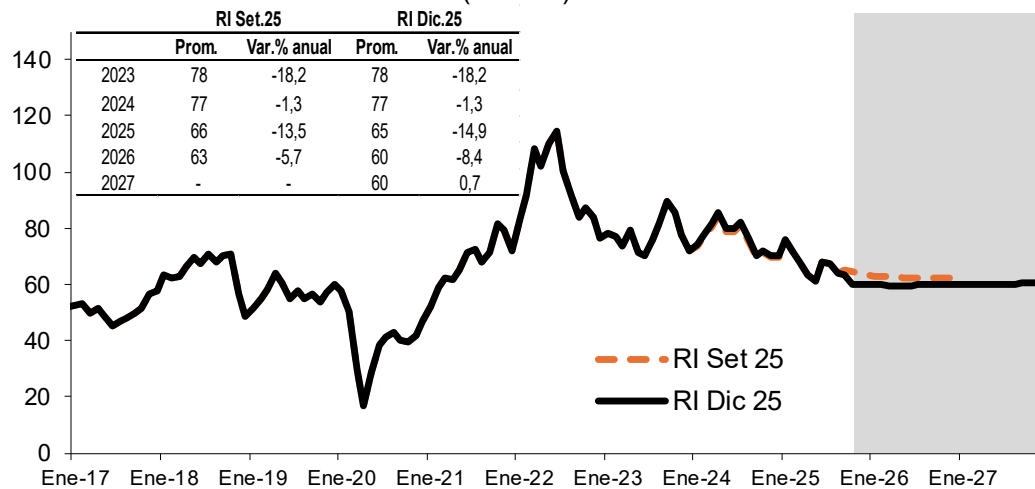
A esta presión por exceso de oferta se suma una desaceleración estructural de la demanda, particularmente en economías avanzadas, así como un crecimiento más moderado en China debido a la crisis inmobiliaria. Además, la transición energética comienza a imponer un límite al consumo de crudo.

Para el horizonte de proyección, la cotización promedio del petróleo se ha revisado a la baja respecto al Reporte de Inflación de setiembre, en línea con el superávit creciente durante el periodo. El balance de riesgos de esta proyección presenta un sesgo ligeramente a la baja, aunque también existen riesgos alcistas de alto impacto. El escenario de riesgo a la baja está dominado por la sobreoferta superior a la prevista, principalmente de EUA. Por el contrario, los principales riesgos al alza residen en la posibilidad de una escalada geopolítica en Oriente Medio, interrupciones en la infraestructura energética o un eventual agotamiento de la capacidad de crecimiento del petróleo de esquisto estadounidense a partir de 2026.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 35

PETRÓLEO WTI: ENERO 2017 - DICIEMBRE 2027
(USD/bl)



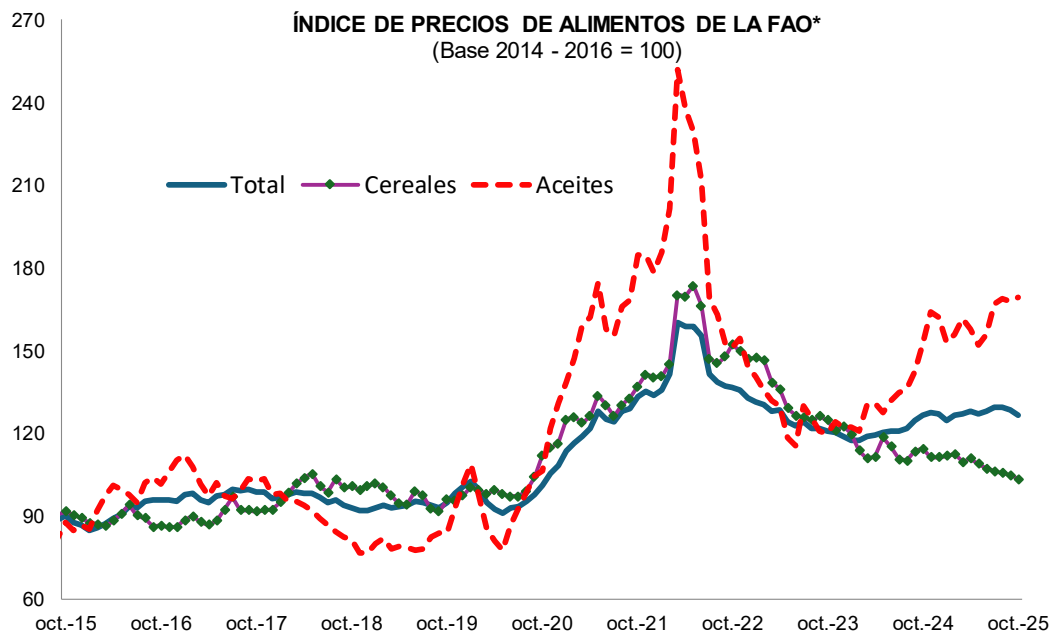
Fuente: Reuters y BCRP.

Alimentos

33. Los precios de los productos agrícolas, en particular de los cereales, aumentaron ligeramente en los últimos dos meses del año debido a la reversión parcial de expectativas sobre un mercado con excedentes abundantes.

Gráfico 36

ÍNDICE DE PRECIOS DE ALIMENTOS DE LA FAO*
(Base 2014 - 2016 = 100)



Fuente: FAO.

En el periodo se activaron las condiciones de La Niña, aunque en una intensidad débil. La Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de Estados Unidos (NOAA, por sus siglas en inglés) prevé que este fenómeno persista durante el

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

invierno boreal (entre diciembre y febrero) y que la transición a condiciones neutrales ocurra entre enero y marzo de 2026, con una probabilidad del 61 por ciento.

Este nuevo escenario climático, en caso de alcanzar una magnitud elevada y una duración prolongada, implica un riesgo para el mercado mundial de cereales, especialmente para el maíz, al incrementar la probabilidad de alteraciones significativas en la producción agrícola del hemisferio sur. En países como Brasil y Argentina, se espera que La Niña provoque lluvias por debajo del promedio y temperaturas elevadas en zonas vulnerables, lo que podría dañar el desarrollo de cultivos en la siembra de la *safrinha* en Brasil y reducir los rendimientos de cosechas.

Por otro lado, durante los dos últimos meses, los precios globales de los fertilizantes registraron una corrección moderada, con descensos notables en insumos como la urea y los fosfatados, revirtiendo parte de las fuertes alzas de inicios de año. Este ajuste, aunque desigual en los mercados locales por factores logísticos, ha mejorado significativamente la relación insumo-producto, permitiendo a los agricultores adquirir más fertilizantes con menor cantidad de grano, aun cuando los precios del maíz y el trigo se mantienen por debajo de los niveles de años anteriores. Si bien el efecto en los precios de los alimentos no es inmediato, esta reducción de costos es crucial, ya que incentiva una mayor inversión en fertilizantes para la campaña 2025/2026.

Gráfico 37

Índice de Precio de Fertilizantes de Green Markets North America
(Índice, 07-ene-2002=100)



Fuente: Reuters.

Para 2026, los precios de los granos y oleaginosas (el maíz, el trigo y la soya y sus subproductos) se revisan a la baja, debido a mejores perspectivas de cosecha, alivio en la cadena de suministro y una moderación en la demanda global.

- (a) El precio del **maíz** se incrementó en 5 por ciento en los últimos dos meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de USD/TM 160 en noviembre de 2025. Con ello, la cotización del maíz redujo su caída en el año a 3 por ciento.

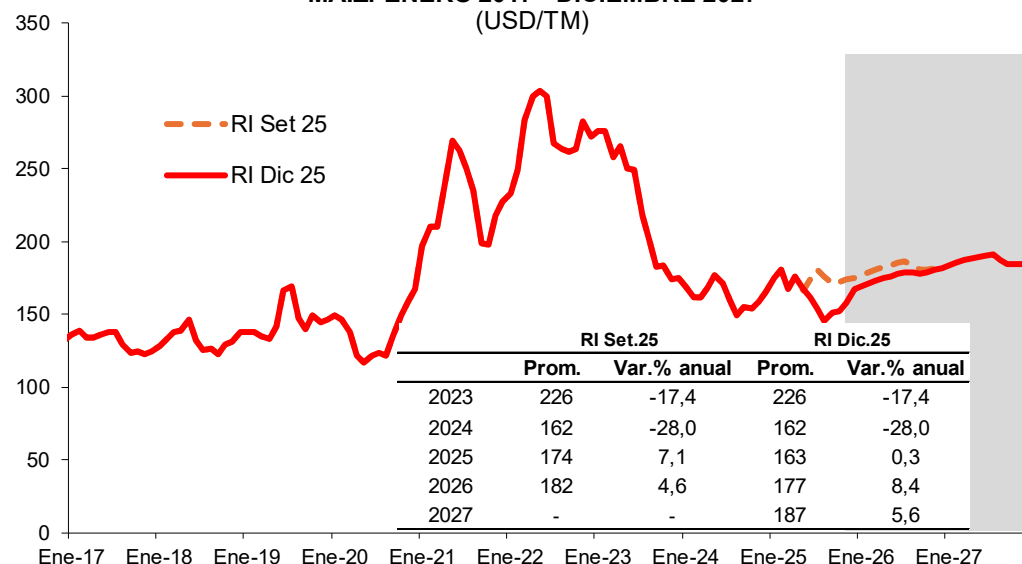
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

El repunte del precio del maíz en los últimos dos meses se explica principalmente por una demanda de exportación excepcionalmente elevada y una oferta más restringida en el corto plazo. Además, compradores internacionales como México y Taiwán, junto con la industria estadounidense del etanol, sostuvieron la demanda. Respecto a la oferta, la retención de ventas por parte de agricultores brasileños ante los riesgos climáticos llevó a los compradores a redirigir su demanda hacia el maíz estadounidense.

A pesar del ligero incremento de la cotización del maíz en los últimos meses, la proyección del precio se ha revisado a la baja respecto al Reporte de Inflación de setiembre. Esta revisión se sustenta en estimaciones de una sobreoferta global histórica durante el horizonte de proyección, debido a los altos rendimientos y a la expansión de área destinada al cultivo en EUA.

Gráfico 38

MAÍZ: ENERO 2017 - DICIEMBRE 2027
(USD/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

- (b) La cotización del **trigo** se incrementó 2 por ciento en los últimos dos meses del año, al pasar de US\$/TM 185 en setiembre a US\$/TM 190 en noviembre de 2025. A pesar del alza, la cotización del trigo acumuló una caída de 7 por ciento respecto a diciembre de 2024.

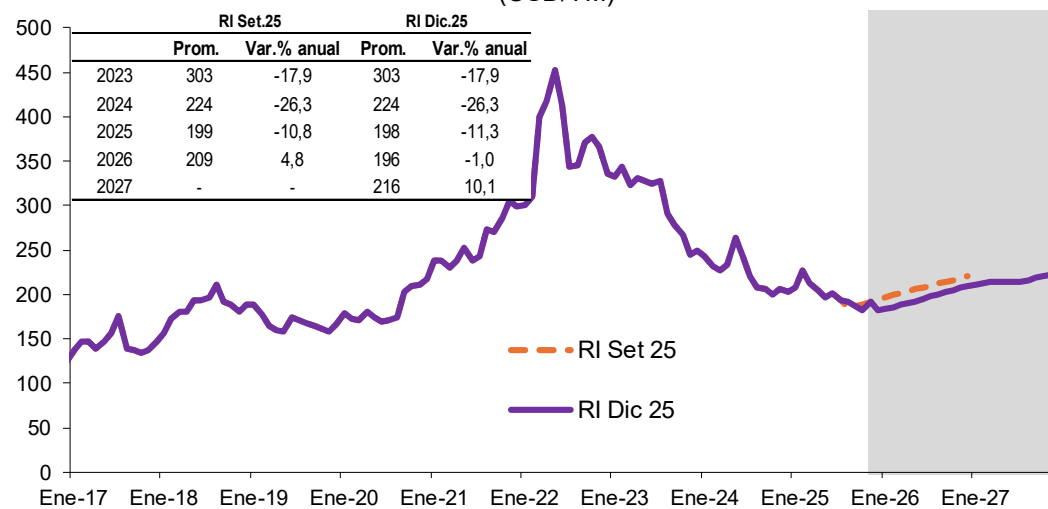
El precio del trigo experimentó un aumento en los últimos dos meses, impulsado inicialmente por un cambio en los fundamentos del mercado. Este giro estuvo asociado a la publicación de datos de exportación de EUA más sólidos de lo anticipado, en conjunto con recortes inesperados en los inventarios mundiales reportados por el USDA, lo cual debilitó la narrativa predominante de sobreabundancia. Además, la presión alcista se vio reforzada por una notable moderación en la oferta exportable de la región del Mar Negro y por factores climáticos en Europa y Australia.

Durante el horizonte de proyección, el precio del trigo mantendría la tendencia al alza, aunque en niveles inferiores a los proyectados en el Reporte de Inflación de setiembre. Esta revisión se sustenta en las expectativas de una

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

recuperación más rápida de lo previsto en la producción global y un retorno gradual a condiciones climáticas más favorables. Se proyecta un incremento en los volúmenes exportables de Rusia y Canadá. En paralelo, la demanda muestra signos de desaceleración estructural, especialmente en mercados asiáticos que están sustituyendo importaciones ante la debilidad económica regional.

Gráfico 39
TRIGO: ENERO 2017 - DICIEMBRE 2027
(USD/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

- (c) La cotización del **aceite de soya** promedió US\$/TM 1100 en noviembre de 2025, 3 por ciento menor que el valor de US\$/TM 1138 registrado en setiembre de 2025. Con ello, la cotización del aceite de soya acumuló un incremento de 18 por ciento respecto a diciembre de 2024.

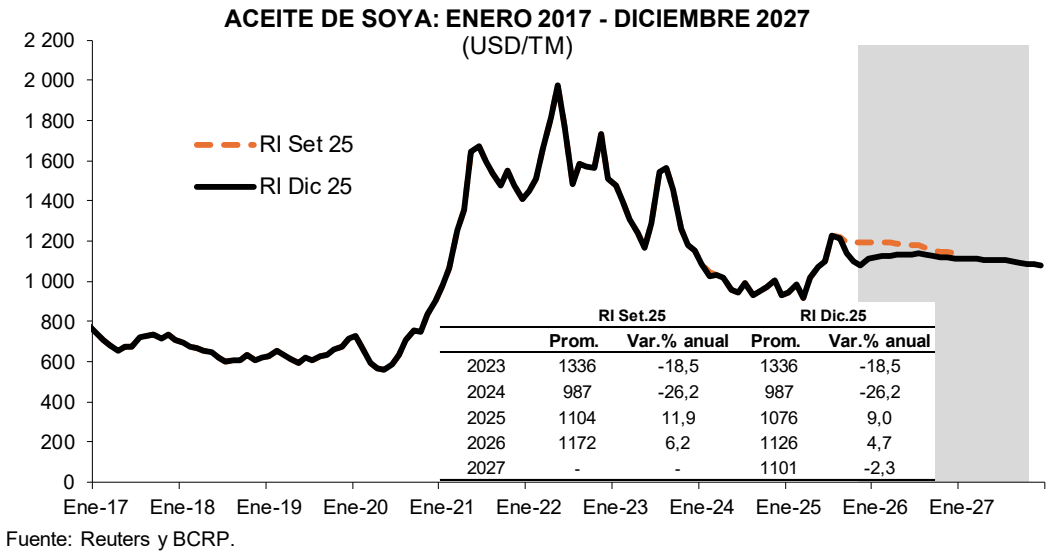
La caída del precio del aceite de soya en los dos últimos meses se explica fundamentalmente por la incertidumbre regulatoria en EUA y, en menor medida, por la caída de los precios del petróleo. En EUA, el gobierno ha postergado la toma de decisiones respecto a la proporción de aceite de soya utilizada en la industria del diésel. Esta parálisis frenó las compras de materia prima para el biodiésel y detuvo la tendencia al alza de meses previos.

La disminución del precio fue amplificada por la disminución de la cotización del aceite de palma, que alcanzó su nivel más bajo en cuatro meses debido al aumento de inventarios en Malasia.

Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios se ubiquen por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior. El panorama presenta riesgos relevantes en ambas direcciones, vinculados a la política de regulación en el mercado de biocombustibles.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 40



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 1 Ciclo bursátil de Estados Unidos en 2025

La recuperación de las bolsas desde el mes de abril se apoyó en el optimismo por los desarrollos de la inteligencia artificial, la moderación de la guerra comercial y una política de flexibilización monetaria por parte de la Fed. Esta alza —que ha llevado a las diversas plazas a alcanzar sucesivos récords históricos— ha generado la pregunta si esta tendencia puede ser sucedida por una corrección brusca.

Por un lado, el alza ha estado concentrada en las empresas tecnológicas vinculadas al boom de la inteligencia artificial, lo cual apoyaría la visión de que el alza de las cotizaciones se basa en fundamentos de futuros ingresos. Sin embargo, el brusco y significativo aumento en la valoración de estas empresas tecnológicas, el deterioro de los flujos de caja por las mega inversiones y la incertidumbre que implica la competencia de China en el sector, son factores de incertidumbre.

En el plano macroeconómico, también existen factores de riesgos. En correcciones pasadas, una posición restrictiva de la Reserva Federal (FED) o una desaceleración económica brusca han sido elementos importantes.

El optimismo que caracterizó a la bolsa de Estados Unidos en los últimos años se vio interrumpido en febrero de 2025 tras el incremento de las tensiones comerciales. Hasta dicha fecha, el principal índice bursátil de Estados Unidos, S&P 500, subió 49 por ciento en los diecisiete meses previos. Sin embargo, los aranceles se materializaron en abril, provocando un desplome del 19 por ciento en la bolsa en el mismo mes.

No obstante, el mercado inició un nuevo ciclo de alzas, “Rally IA”, tras lograr recuperarse sostenidamente gracias a tres catalizadores: la moderación de las tensiones comerciales globales, el auge de la inteligencia artificial y la reducción de tasas de la Fed ante las señales de desaceleración económica. Como resultado, el S&P 500 acumuló un alza del 32 por ciento en seis meses a octubre.

Sin embargo, el sentimiento cambió nuevamente en noviembre. En este mes, el índice retrocedió, hasta un 4 por ciento a la tercera semana, debido a la confluencia de tres factores de riesgo: valoraciones extremas en las firmas tecnológicas, una Fed más cauta por la persistencia inflacionaria y disrupciones operativas por el cierre del gobierno (*shutdown*). Esta corrección aún no define una tendencia bajista, pero acentuó el temor a un retroceso mayor. Analistas la interpretan como una rotación de flujos de capitales desde acciones de firmas de tecnología hacia sectores tradicionales.

Tipología de las crisis o correcciones bursátiles

Históricamente, los ciclos del mercado estadounidense han estado marcados por tres categorías principales de crisis desde 1997, las cuales sirven de referencia para analizar el episodio actual:

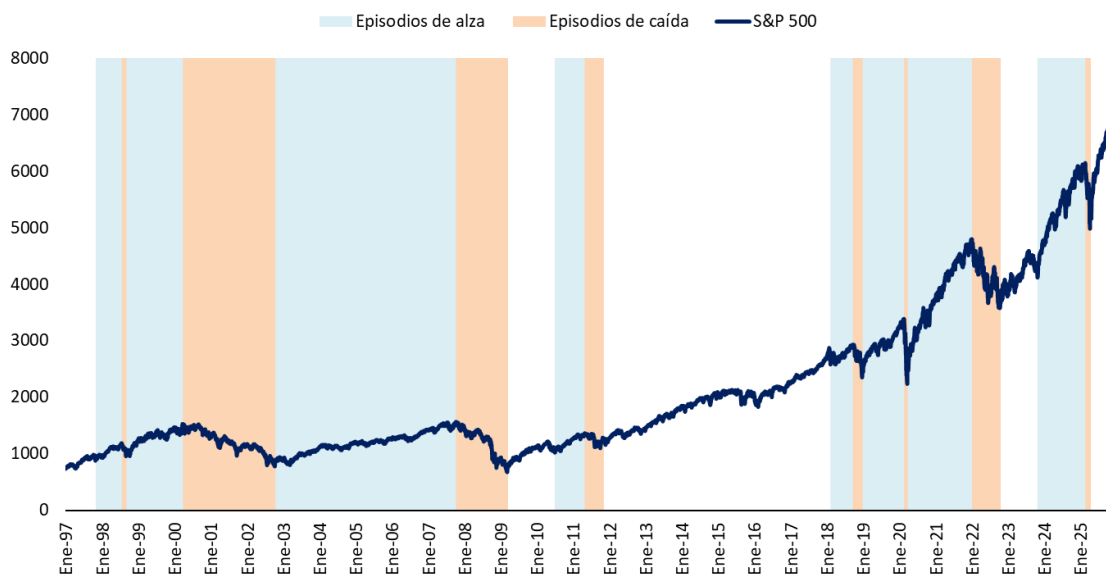
Crisis de solvencia y crédito (1998, 2007 y 2011)

Estos eventos se caracterizan por problemas sistémicos en la cadena de pagos y la calidad de los activos.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

- 1998 (*Long Term Capital Management*, LTCM, y default ruso): crisis financiera desencadenada por el *default* soberano de Rusia y los modelos fallidos del fondo de cobertura LTCM, lo que obligó a la Fed a coordinar un rescate privado en este último caso. La bolsa experimentó una caída de 19 por ciento entre julio y agosto, luego de haber subido más de 35 por ciento en los diez meses previos.
- 2007 (Crisis financiera global - CFG): episodio más relevante en este siglo, originado por el colapso del valor del colateral base del sistema (hipotecas). A ello se sumó la proliferación de instrumentos financieros altamente sofisticados mediante la ingeniería financiera. La CFG afectó directamente a la banca de países desarrollados y provocó una caída bursátil del 57 por ciento en dieciocho meses desde octubre, luego de haber acumulado un alza de 101 por ciento en los cinco años anteriores.
- 2011 (Crisis de deuda soberana en Europa): crisis marcada por la rebaja de la calificación crediticia de Estados Unidos (*downgrade*) y la crisis europea, lo que cuestionó la seguridad de los activos "libres de riesgo". El impacto fue este evento en el mercado bursátil fue similar al del 1998 con un retroceso de 19 por ciento desde abril, periodo bajista que duró siete meses.

Índice bursátil S&P 500 desde 1997



Fuente: Reuters.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Ciclos bursátiles de EUA (con una corrección de cerca de 20 por ciento como mínimo)³

Evento	Duración del episodio (meses)	Tipo de Shock	Episodio alcista pre crisis	Variación (%)	Duración (meses)	Episodio de corrección en la crisis	Variación (%)	Duración (meses)
Default ruso y crisis LTCM	12	Solvencia / Liquidez	oct/1997 – jul/1998	35	10	jul/1998 – ago/1998	-19	2
Crisis puntocom	52	Valuación / Tecnológico	ago/1998 – mar/2000	60	20	mar/2000 – oct/2002	-49	32
Crisis financiera global	79	Inmobiliario / Bancario	oct/2002 – oct/2007	101	61	oct/2007 – mar/2009	-57	18
Downgrade EUA y 2da fase crisis deuda europea	17	Soberano	jul/2010 – abr/2011	33	10	abr/2011 – oct/2011	-19	7
Fed <i>hawkish</i> y guerra comercial	12	Monetario / Comercial	feb/2018 – sep/2018	14	8	sep/2018 – dic/2018	-20	4
COVID-19	17	Exógeno (salud)	dic/2018 – feb/2020	44	15	feb/2020 – mar/2020	-34	2
Episodio inflacionario	33	Oferta / Monetario	mar/2020 – ene/2022	114	23	ene/2022 – oct/2022	-25	10
Liberation Day	20	Comercial / Liquidez	oct/2023 – feb/2025	49	17	feb/2025 – abr/2025	-19	3
Rally IA	7	Valuación / Tecnológico	abr/2025 - oct/2025	32	7	nov-2025	-4	1

Fuente: Reuters. El episodio de corrección del rally IA es hasta la tercera semana de noviembre 2025.

Crisis de ajuste de valuación (2000)

El evento de la burbuja Puntocom se generó por expectativas 'irracionales' donde empresas sin beneficios alcanzaron valoraciones exorbitantes. El posterior ajuste del valor de las firmas tecnológicas provocó un desplome del S&P 500 en 49 por ciento desde marzo a lo largo de los próximos treinta y dos meses.

Choques exógenos, de oferta y ajuste en la política monetaria (2018-2022)

Esta categoría define la última década:

- 2018 (Fed *hawkish* y guerra comercial): La normalización de las tasas de interés y las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China contribuyeron en una caída de la bolsa cercana al 20 por ciento en cuatro meses desde setiembre, obligando a la Fed a flexibilizar su postura.
- 2020 (COVID-19): este episodio es un "cisne negro" sanitario que causó un shock simultáneo de oferta y demanda. El detenimiento de las actividades económicas se tradujo en una caída de la bolsa en 34 por ciento en solo dos meses a fin del primer trimestre. La respuesta fiscal y monetaria sin precedentes ayudó a restaurar la salud de la economía, aunque infló los precios de los activos, generando la siguiente crisis.
- 2022 (episodio inflacionario): El exceso de liquidez frente a una oferta limitada de bienes y servicios incrementaron la inflación, forzando a los bancos centrales a posicionarse hacia una estancia monetaria restrictiva. Lo cual corrigió el mercado

³ Estos ciclos bursátiles consideran caídas sostenidas del S&P 500 de aproximadamente 20 por ciento o más, umbral que la literatura financiera define técnicamente como mercado bajista (*bear market*).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

bursátil estadounidense en 19 por ciento en diez meses desde enero, luego de un alza previa del 114 por ciento en los dos años previos.

Consideraciones respecto al ciclo actual

Concentración de la reciente alza de la bolsa

El presente episodio de alza se concentra principalmente en un sector específico con perspectivas positivas (pero sujeta a factores de incertidumbre). En el ciclo actual, las 10 empresas más grandes en el mercado bursátil de Estados Unidos representan el 40 por ciento de la capitalización de todo el mercado⁴. Este porcentaje constituye un récord histórico. Cabe recordar que, la capitalización de las 10 empresas más grandes en el episodio del año 2000 fue del 35 por ciento y en el episodio del 2007 fue del 20 por ciento.

Esto revela, por un lado, que el alza reciente responde a las expectativas en torno a un sector que ha sido el más dinámico en los últimos años y que ha recibido un impulso adicional por los desarrollos en torno a la inteligencia artificial. En tal sentido, se trata de un *boom* sustentado en empresas con perspectivas positivas. Sin embargo, como se verá más adelante, estas perspectivas sirven de escenario base, pero hay incertidumbre sobre sus perspectivas en los próximos años.

Valoraciones actuales del S&P500 en niveles históricos

Las valoraciones actuales del S&P 500 se ubican por encima incluso de las observadas en la burbuja Puntocom, pero se caracterizan por estar explicadas por las valoraciones de las empresas tecnológicas. El ratio Precio/Utilidad indica cuántos dólares paga el inversionista por cada dólar de ganancia de una empresa, y el ratio Precio/Ventas muestra cuánto paga por cada dólar de ingresos, útil cuando aún no hay utilidades. Niveles elevados de estos ratios, en comparación con métricas históricas, pueden implicar sobrevaloraciones y viceversa.

A octubre del 2025, el S&P 500 cotizó a 26 veces utilidades (Precio/Utilidades por acción de 26) y 3,4 veces ventas (Precio/Ventas por acción de 3,4), niveles históricamente altos que incluso superan a los de la burbuja Puntocom (24 veces utilidades y 2 veces ventas), lo que refleja valoraciones extremadamente altas y expectativas de utilidades y ventas futuras sostenidas.

Sin embargo, estas altas valoraciones se explican en gran medida en las industrias tecnológicas que cotizan a 43 veces utilidades en los recientes meses, lo que refleja que los inversionistas demandan un gran crecimiento de los beneficios.

Las empresas que sustentan el alza de la bolsa presentan alta liquidez, razonables ratios de apalancamiento, pero una creciente inversión con expectativa de grandes retornos futuros. En cuanto a liquidez, no parece haber dificultad para hacer frente a pasivos de corto plazo por parte de las firmas. El ratio de activos corrientes/pasivos corrientes (capacidad de hacer frente a pasivos de corto plazo) para las firmas del S&P500 es de **1,22** a octubre del 2025, mayor al 1,11 del Puntocom y 1,16 del CFG.

⁴ Estas firmas son: Nvidia (tecnología), Apple (tecnología), Microsoft (tecnología), Amazon (consumo de lujo), Alphabet (antes Google, comunicaciones), Broadcom (tecnología), Meta (antes Facebook, comunicaciones), Tesla (consumo de lujo), Berkshire Hathaway (finanzas) y Eli Lilly (salud).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cabe señalar que este coeficiente es de casi 2 para las grandes firmas tecnológicas en la actualidad, lo cual les facilita las inversiones en megaproyectos.

En cuanto a solvencia, los recientes ratios de apalancamiento son altos, pero inferiores a los periodos previos. El coeficiente de pasivos totales/activos totales de las firmas en el S&P500 es de 0,77, lo que implica que 77 por ciento de los activos fueron financiado con pasivos, mientras en los 2000s era de 83 por ciento. Este ratio es de 0,33 para las grandes firmas tecnológicas, lo cual denota su fortaleza financiera relativa.

Las utilidades (ganancia contable) de las firmas están en niveles elevados, pero sus flujos de caja libre (el dinero efectivo que entra a la caja después de gastos e inversiones) ha caído. Lo cual refleja inversiones significativas sin retorno inmediato.

El crecimiento de las utilidades de las firmas del S&P 500 fue de 12 por ciento interanual a octubre del 2025 y el margen de utilidad (mide qué porcentaje de las ventas son utilidades netas) es del 11 por ciento, frente al 7 por ciento del año 2000. Sin embargo, los flujos de caja se estancaron en comparación con el episodio previo del Puntocom.

Ello va en línea con el nivel del coeficiente de gasto de capital/gasto de depreciación de 1,6 veces a octubre de este año, registrando un máximo histórico. Es decir, las empresas están invirtiendo un 60 por ciento más en nuevos activos frente a los activos existentes que se están depreciando.

Como se mencionó las grandes firmas tecnológicas vienen invirtiendo en mega proyectos de centros de chips y datos y se espera que gasten un total USD 3 billones entre el 2025 y 2028. Esto se ha reflejado en una disminución del efectivo y aumento de las emisiones de deuda corporativa.

El entorno macroeconómico es otro factor de incertidumbre

- **Con respecto a política monetaria**, de los episodios anteriores se observa que la Fed actúa como un elemento central en las fluctuaciones bursátiles, ya sea desencadenando correcciones al subir tasas de interés para combatir la inflación (2018, 2022) o amortiguando las crisis mediante recortes en las mismas (1998, 2008, 2020). En el episodio actual, existe incertidumbre en torno a la evolución futura de la tasa—cuyo nivel actual es de 3,75 por ciento y está por encima de la tasa de largo plazo—debido a la contraposición de una desaceleración económica y la persistencia de presiones inflacionarias.
- **En materia de política fiscal**, hay un menor espacio fiscal ante una eventual crisis considerando el aumento de la deuda pública de los últimos años y la persistencia de los déficit fiscales: para 2025, se estima una deuda pública bruta a **124 por ciento del PBI** y un déficit fiscal de 5,8 por ciento.
- **Hasta mediados del 2025, el consumo se mostró resiliente, pero hay una mayor dependencia de los hogares con mayores ingresos.** El crecimiento del PBI del segundo trimestre del 2025 fue de **3,8 por ciento** (tasa trimestral anualizada), una mayor tasa frente al 2,3 por ciento del tercer trimestre del 2007 y al 1,5 por ciento del primer trimestre del 2000. El consumo privado creció **2,5 por ciento** en el segundo trimestre de este año, un menor ritmo frente a la CFG (2,7 por ciento) y Puntocom (6,2 por ciento).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Según Moody's, el 10 por ciento de los hogares más ricos en Estados Unidos, familias con ingresos anuales de al menos USD 250 mil, representó la mitad del consumo privado este año, por lo que ellos contribuyeron en al menos **0,8 puntos porcentuales** al crecimiento del PBI del segundo trimestre. Asimismo, estos hogares han venido aumentando su participación en la riqueza total de los hogares: tienen las dos terceras partes de la riqueza al tercer trimestre del 2025; poseen más del 80 por ciento de las acciones y negocios privados, y solo tiene la cuarta parte de los pasivos.

Conclusión

El ciclo alcista a octubre de 2025 presenta una dicotomía de riesgos. Por un lado, se evidencia una mayor calidad de los fundamentos de las empresas líderes, tecnológicas en su mayoría, frente a ciclos previos, debido a los altos márgenes de liquidez, rentabilidad y bajo endeudamiento.

Pero, las valoraciones en niveles récord dejan al mercado bursátil vulnerable ante posibles decepciones en el crecimiento de utilidades o rentabilidad futura de las mega inversiones. Existen factores de riesgo asociados a la combinación de (i) una concentración muy elevada del mercado bursátil (40 por ciento en las 10 firmas más grandes), (ii) megas inversiones en infraestructura en IA (que están dañando el flujo de caja y el apalancamiento corporativo), (iii) menor espacio para políticas contracíclicas, (iv) incertidumbre sobre la política monetaria a futuro y (v) alta concentración del consumo en las familias de mayores ingresos.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

II. Balanza de pagos

Términos de intercambio y balanza comercial de bienes

34. Los **términos de intercambio** se incrementaron en 14,2 por ciento interanual en el tercer trimestre de 2025. El alza se debió, en mayor medida, a un aumento de los **precios de exportación** (12,1 por ciento), principalmente de productos tradicionales mineros como el oro y el cobre; y, agrícolas como el café, ante su encarecimiento en los mercados internacionales. Las mayores cotizaciones de metales se explicaron por una sólida demanda impulsada por la transición energética, la intensificación de las restricciones de oferta del cobre en setiembre —debido a problemas logísticos de una gran productora mundial—, las expectativas de una política monetaria más flexible por parte de la Fed, la depreciación del dólar y la persistente demanda de oro como activo refugio, ante la persistencia de la incertidumbre geopolítica.

El incremento de los precios de exportación fue acompañado por una disminución interanual de los **precios de importación** (-1,8 por ciento), explicada principalmente por una caída en los precios del petróleo, asociada a la continua reversión de los recortes de producción voluntarios de la OPEP+, la incorporación de nuevos suministros por parte de EUA, las expectativas de una desaceleración económica global, y la aceleración de la transición energética en China. También bajaron los precios de insumos industriales (-2,1 por ciento) como hierro y acero, químicos y plásticos, por la deflación de costos en China; y de insumos alimenticios (-1,8 por ciento) por las mejoras sustanciales de la oferta global de trigo, debido a cosechas en el hemisferio norte.

Se proyecta que los términos de intercambio crezcan a una tasa de 17,0 por ciento en 2025 y de 6,4 por ciento en 2026, cifras que representan una importante revisión al alza respecto al crecimiento de 13,9 y 1,8 por ciento que se proyectaba en setiembre, respectivamente. Para ambos años, este cambio responde principalmente a un mayor aumento esperado de los precios de exportación; estos se revisaron de 11,1 a 14,3 por ciento en 2025 y de 2,4 a 6,3 por ciento en 2026. Las proyecciones actuales son consistentes con las mayores cotizaciones internacionales de oro, cobre y zinc, los elevados precios del café y una recuperación más acelerada de los precios de productos no tradicionales agropecuarios y pesqueros.

La revisión al alza en los precios de exportación se sustenta en: (i) la evolución reciente de la cotización internacional del oro, que volvió a alcanzar un máximo histórico en octubre; (ii) problemas de sostenibilidad de la deuda pública en varias economías desarrolladas que, sumada a la política de acumulación de oro por parte de China y otros bancos centrales emergentes, incrementó notablemente la demanda de ese metal precioso, (iii) interrupciones de oferta, inventarios globalmente desalineados y una resiliente demanda de cobre, que se incrementó moderadamente en los últimos meses y (iv) materialización del riesgo climático en torno a la producción de café por lluvias insuficientes en Brasil y rendimientos inferiores a los estimados en Vietnam, que ocasionó escasez.

En menor medida, contribuyó la revisión a la baja de los precios de importación de un crecimiento de 0,5 a una caída de 0,1 por ciento en 2026. La revisión a la baja de los precios de importación se deriva de las perspectivas de un exceso de oferta

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

en el mercado de petróleo, una desaceleración de la demanda estructural del crudo por parte de economías avanzadas y un crecimiento más moderado en China por la crisis inmobiliaria.

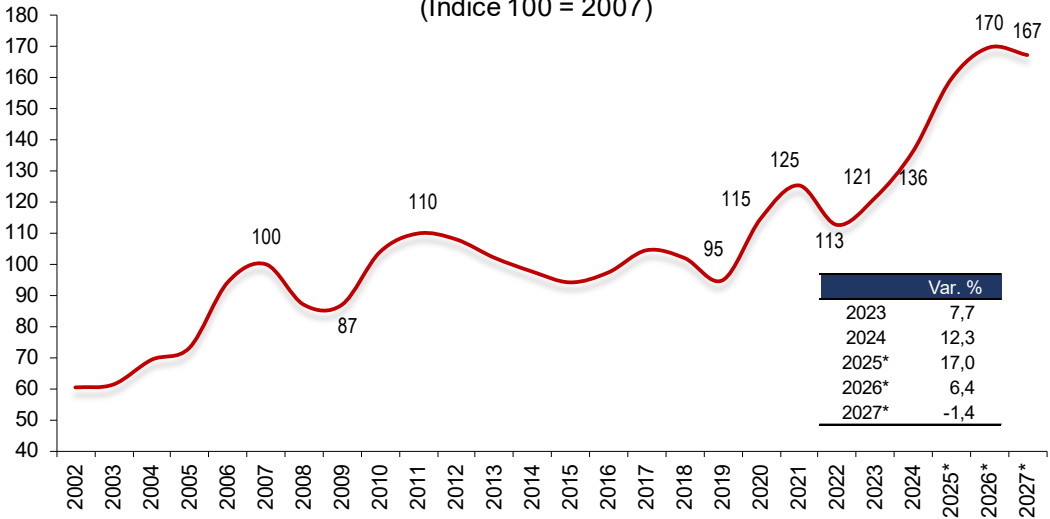
Cuadro 10
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2023 - 2027

	2023	2024	2025*			2026*		2027*
			Ene-Set	RI Set. 25	RI Dic. 25	RI Set. 25	RI Dic. 25	RI Dic. 25
Términos de intercambio								
Var % anual (promedio)	<u>7.7</u>	<u>12.3</u>	<u>15.8</u>	<u>13.9</u>	<u>17.0</u>	<u>1.8</u>	<u>6.4</u>	<u>-1.4</u>
Precios de Exportaciones								
Var % anual (promedio)	<u>-2.6</u>	<u>7.6</u>	<u>12.7</u>	<u>11.1</u>	<u>14.3</u>	<u>2.4</u>	<u>6.3</u>	<u>0.8</u>
Cobre (ctv USD por libra)	385	415	431	435	447	446	485	480
Zinc (ctv USD por libra)	120	126	126	125	130	127	136	132
Oro (USD por onza)	1 943	2 388	3 198	3 225	3 417	3 483	4 030	4 177
Precios de Importaciones								
Var % anual (promedio)	<u>-9.6</u>	<u>-4.2</u>	<u>-2.7</u>	<u>-2.5</u>	<u>-2.4</u>	<u>0.5</u>	<u>-0.1</u>	<u>2.3</u>
Petróleo (USD por barril)	78	77	67	66	65	63	60	60
Trigo (USD por TM)	303	224	203	199	198	209	196	216
Maíz (USD por TM)	226	162	164	174	163	182	177	187
Aceite de Soya (USD por TM)	1 336	987	1055	1 104	1 076	1 172	1 126	1 101

*Proyección.
Fuente: BCRP.

Luego de alcanzar niveles históricamente altos (170 en 2026), se prevé que los términos de intercambio se reduzcan en 1,4 por ciento, resultado de la baja expansión de los precios de exportación (0,8 por ciento) y un crecimiento de 2,3 por ciento de los precios promedio de importación, consistente con la proyección de la inflación mundial.

Gráfico 41
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2026
(Índice 100 = 2007)



*Proyección.
Fuente: BCRP.

35. El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó los USD 8 554 millones en el tercer trimestre de 2025, monto superior en USD 1 483 millones al registrado en similar trimestre de 2024. La expansión interanual respondió fundamentalmente

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

a un aumento de USD 2 896 millones (14,0 por ciento) del valor exportado, el cual se explicó, en primer lugar, por precios promedio de exportación más elevados de productos tradicionales mineros (oro y cobre). En segundo lugar, se atribuyeron a los mayores embarques al exterior de productos no tradicionales pesqueros y agropecuarios, sustentados en el incremento de las ventas de frutas frescas y en la mayor disponibilidad de biomasa de la papa, respectivamente.

Dicho incremento superó la expansión de USD 1 413 millones (10,4 por ciento) de las importaciones debido al crecimiento generalizado de los volúmenes importados, destacando bienes de capital como vehículos de carga pesada, maquinaria para la industria y minería, equipos tecnológicos y neumáticos industriales; insumos industriales como papeles, hierro y acero y textiles; y, bienes de consumo duradero como automóviles, juegos y tragamonedas, artículos plásticos y motos y bicicletas.

Gráfico 42
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2017-2027
(Millones de USD)

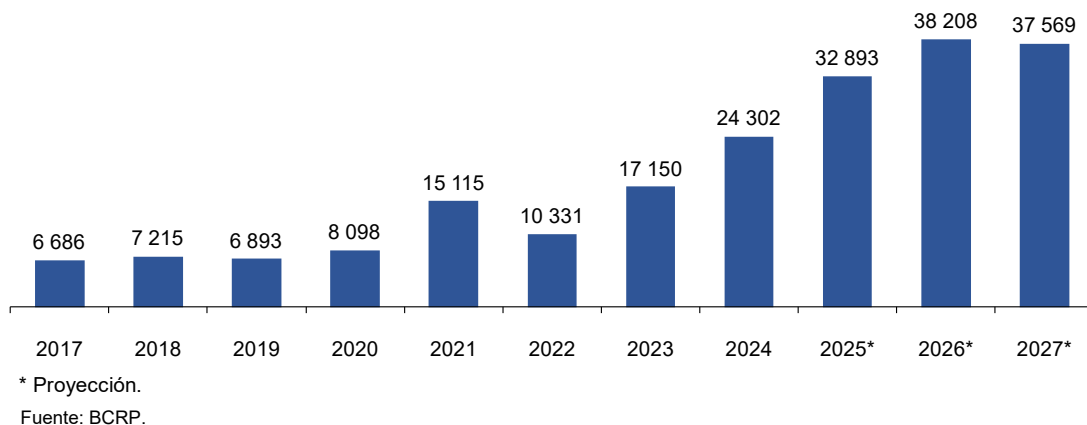
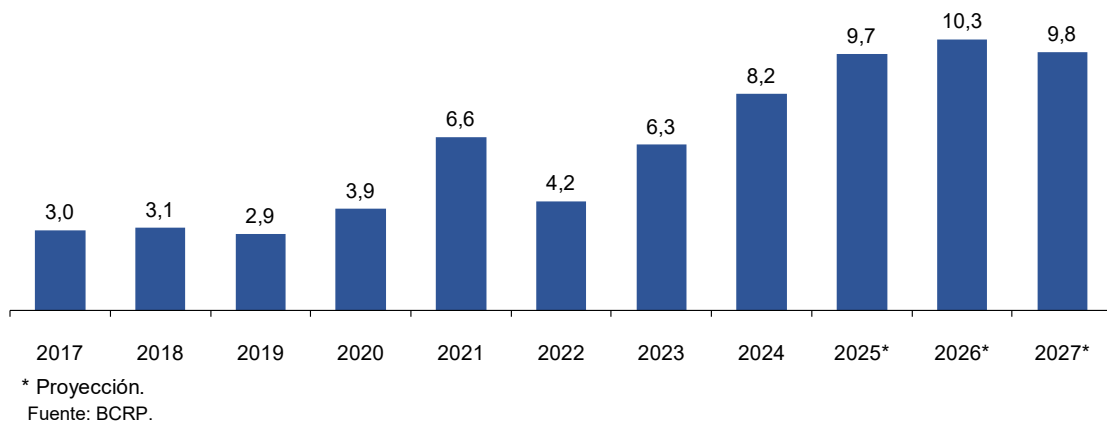


Gráfico 43
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2017-2027
(Porcentaje del PBI)



Se espera que el superávit de la balanza comercial mantenga una tendencia creciente hasta 2026, año en el que alcanzaría el nivel de USD 38 208 millones, para luego reducirse levemente y cerrar el horizonte de proyección en USD 37 569

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

millones. Estas cifras representan una revisión al alza comparado al Reporte de setiembre, la cual se sustenta en las mejores perspectivas de los términos de intercambio para ambos años.

Para 2025, la revisión se sustenta además en una mayor aceleración de los volúmenes exportados de 2,9 por ciento a 3,8 por ciento, principalmente por una mayor cobertura estadística de los datos de exportaciones de minerales como plata, plomo y cobre; mayores exportaciones de oro, especialmente el informal; y, mayor producción agrícola destinada a exportación, en línea con lo ejecutado al tercer trimestre de 2025. En contraste, en 2026 el volumen de exportaciones se revisa ligeramente a la baja de 2,5 a 2,4 por ciento, por una menor exportación de harina de pescado y cobre concentrado, en línea con su proyección de producción.

De esta manera, en 2026 el superávit de la balanza comercial en términos del PBI igualaría el último valor récord, registrado en 2006 (10,3 por ciento) y terminaría el horizonte de proyección en 9,8 por ciento. Este escenario es consistente con la proyección de producción y gasto interno, de términos de intercambio y la evolución del crecimiento mundial en el horizonte de proyección.

Resultados de las cuentas externas

36. La **balanza de pagos** anualizada al tercer trimestre de 2025 mostró un superávit de la cuenta corriente por USD 7 403 millones (2,3 por ciento del PBI) y una entrada neta de capitales por USD 3 583 millones, flujos que se tradujeron en una acumulación de reservas internacionales netas (RIN) por USD 4 783 millones (1,5 por ciento del PBI) entre el tercer trimestre de 2024 y 2025.

El resultado del trimestre implicó una expansión del superávit en cuenta corriente por USD 791 millones respecto al cierre de 2024 (2,2 por ciento del producto), el cual estuvo explicado principalmente por el impacto positivo de los términos de intercambio, la recuperación de la producción local de productos no tradicionales y de zinc; y la mayor demanda externa por productos siderometalúrgicos, textiles y de oro, sobre la balanza comercial.

Por su parte, las mayores utilidades de empresas con participación extranjera, fundamentalmente mineras, en línea con las altas cotizaciones de metales, y de la banca privada, compensaron parcialmente el mayor superávit comercial. Asimismo, se registró un incremento del déficit acumulado por servicios debido a un aumento de los egresos por fletes, viajes, informática y otros servicios empresariales.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 11
BALANZA DE PAGOS
(Millones de USD)

	2024	2025*			2026*		2027*
		IIIT 2025 3/	RI Set.25	RI Dic.25	RI Set.25	RI Dic.25	RI Dic.25
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	6 612	7 403	6 421	8 548	7 070	9 698	8 797
Porcentaje del PBI	2,2	2,3	1,9	2,5	2,0	2,6	2,3
1. Balanza comercial	24 302	29 260	30 302	32 893	32 390	38 208	37 569
a. Exportaciones	76 394	86 087	87 066	90 647	91 370	98 701	101 478
De las cuales:							
i) Tradicionales	55 719	63 000	63 979	67 309	67 658	74 445	75 505
ii) No Tradicionales	20 460	22 852	22 846	23 099	23 502	24 077	25 765
b. Importaciones	52 091	56 827	56 764	57 755	58 980	60 493	63 909
2. Servicios	-7 916	-8 128	-7 847	-8 065	-7 329	-7 761	-7 865
3. Ingreso primario (renta de factores)	-17 379	-21 612	-23 837	-24 330	-26 180	-28 994	-29 511
4. Ingreso secundario (transferencias)	7 604	7 883	7 803	8 050	8 189	8 245	8 603
Del cual: Remesas del exterior	4 934	5 217	5 227	5 281	5 384	5 440	5 603
II. CUENTA FINANCIERA ^{1/}	-1 995	-3 583	-4 256	-5 372	3 317	3 785	3 959
Porcentaje del PBI	-0,7	-1,1	-1,3	-1,6	0,9	1,0	1,0
1. Sector privado	3 277	1 887	930	-331	5 018	5 541	4 803
a. Largo plazo	169	-530	-956	-1 550	2 774	3 074	3 156
b. Corto plazo	3 108	2 417	1 886	1 219	2 244	2 467	1 647
2. Sector público ^{2/}	-5 272	-5 470	-5 186	-5 041	-1 701	-1 757	-845
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-1 553	-7 980	-3 178	-7 135	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	7 054	3 006	7 500	6 785	3 753	5 913	4 839
IV= (I+II) - II = (1-2)							
1. Variación del saldo de RIN	7 954	4 783	9 482	9 482	3 753	5 913	4 839
2. Efecto valuación	900	1 777	1 983	2 697	0	0	0

1/ La cuenta financiera y sus componentes (sector privado y público) son expresados como activos netos de pasivos. Por ello, un signo negativo implica una entrada de capitales externos.

2/ Considera la compraventa entre residentes y no residentes de bonos del Sector Público emitidos en el exterior o en el mercado local.

3/ Muestra el resultado acumulado anual al tercer trimestre de 2025.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

Se prevé se mantenga un superávit en cuenta corriente a lo largo del horizonte de proyección, ubicándose en 2,3 por ciento del PBI en 2027. Por otro lado, se espera una reversión del flujo total de financiamiento externo neto por USD 5 372 millones (1,6 por ciento del PBI) en 2025 a una acumulación de activos externos por USD 3 959 millones (1,0 por ciento del PBI) en 2027.

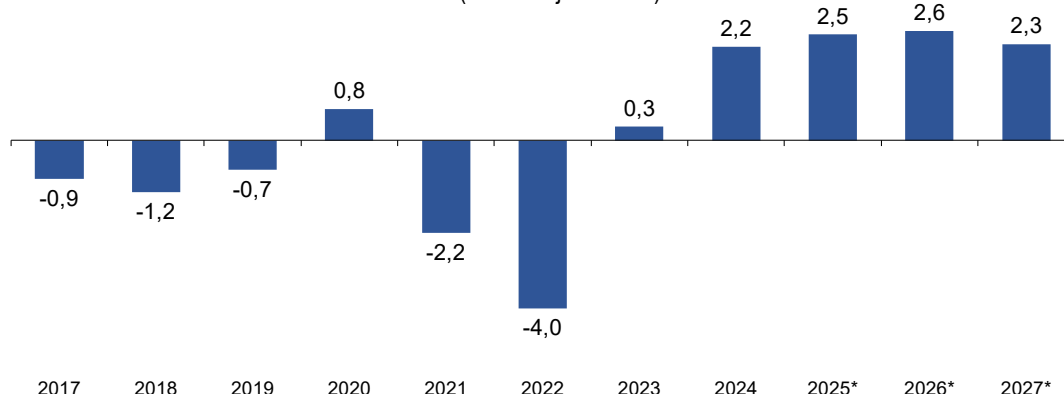
El incremento nominal de la cuenta corriente entre 2024 y 2026 estaría sustentado en la continua expansión del superávit comercial y el crecimiento del ingreso secundario, en línea con la evolución prevista de las remesas provenientes del exterior. Respecto a lo esperado en setiembre, los superávits de ambos años fueron revisados al alza debido a términos de intercambio más elevados, mayores volúmenes exportados en 2025 y una revisión al alza en el crecimiento de las remesas.

Por su parte, el continuo incremento de los egresos por utilidades de empresas con participación extranjera limitaría los efectos positivos de la balanza comercial y el ingreso secundario en el horizonte de proyección; y, específicamente en 2027, serían el principal determinante de la ligera reducción del superávit corriente que se tiene previsto. La posición acreedora de la cuenta financiera desde 2026 estaría explicada por el menor endeudamiento del sector privado, cuyo saldo de deuda se reduciría hasta 7,7 por ciento del PBI en 2027, y por la tendencia decreciente del déficit fiscal.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Con las proyecciones de 2025 a 2027 se estaría alcanzando 5 años consecutivos de superávit en cuenta corriente, hecho que superaría el periodo de *boom* del precio de *commodities*, que tuvo lugar entre 2004 y 2007.

Gráfico 44
CUENTA CORRIENTE, 2017-2027
(Porcentaje del PBI)



*Proyección.

Fuente: BCRP.

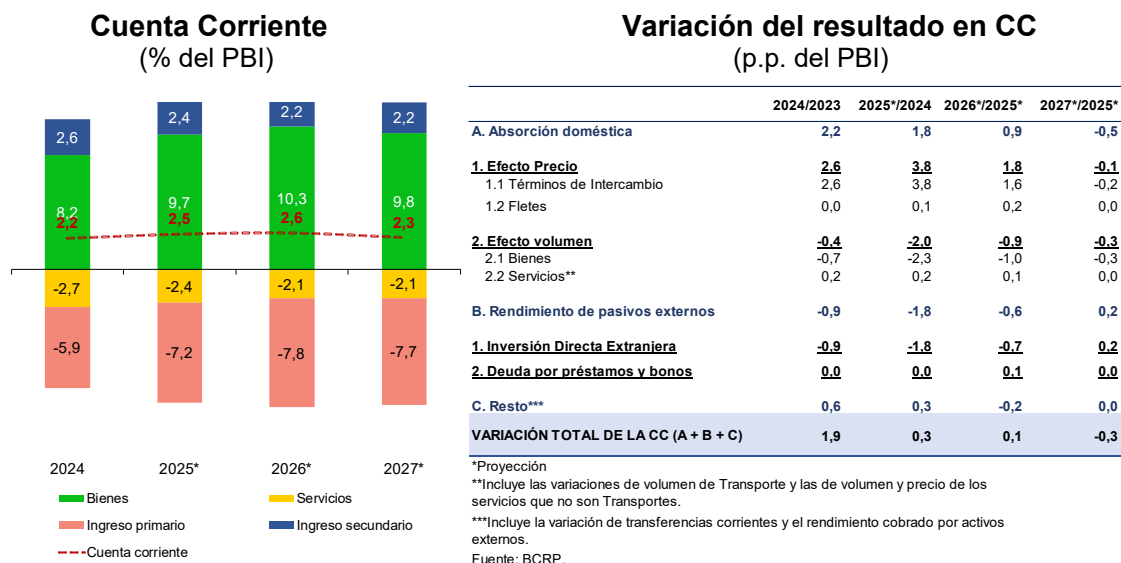
37. Las variaciones del resultado en cuenta corriente pueden descomponerse en 2 factores principales, aquel atribuido a la absorción doméstica (mayor demanda nominal neta de bienes y servicios del exterior) y el relacionado al rendimiento pagado a los factores de producción (capital) y a pasivos que Perú tiene con el exterior (instrumentos de deuda).

Para 2025, la reducción del superávit respecto al año anterior provendrá principalmente de una **menor absorción doméstica (1,8 p.p.)**, explicada a su vez por un efecto precio positivo (3,8 p.p.), básicamente por el crecimiento de los términos de intercambio. Esta dinámica será ligeramente reforzada por un **efecto volumen positivo de los servicios (0,2 p.p.)**, producto de mayores ingresos por transporte de pasajeros y viajes internacionales, así como de menores egresos por servicios de seguros y reaseguros.

Los factores mencionados en el párrafo previo serían atenuados por los **mayores rendimientos pagados por pasivos de IDE (-1,8 p.p.)**, explicados por un aumento esperado de las utilidades de 41,3 por ciento en este año, debido a mayores exportaciones mineras y mejores márgenes del sector servicios. Esta tendencia será reforzada por un efecto volumen negativo (-2,3 p.p.) del comercio neto de bienes, resultado que se explica por menores embarques de productos tradicionales (cobre, café, petróleo y gas natural) y por mayor dinamismo de los volúmenes de importaciones, principalmente de insumos industriales y bienes de capital distintos a materiales de construcción, en línea con la recuperación del gasto interno y la producción.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 12 DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE, 2024-2026



La **menor absorción doméstica (0,9 p.p.)**, básicamente por efecto precio, tanto por mayores términos de intercambio, como por la caída de 17,8 por ciento del precio de los fletes, sería el principal determinante del incremento previsto del superávit en cuenta corriente para 2026. Esta contribución sería reforzada por un **efecto volumen positivo de los servicios (0,1 p.p.)**, producto de la expansión de la llegada de viajeros no residentes y los menores volúmenes importados de servicios de transporte.

Al final del horizonte de proyección se prevé un aumento de la **absorción doméstica (0,5 p.p.)** por un efecto precio negativo producto de la caída de los términos de intercambio y un efecto volumen negativo debido al crecimiento de las cantidades importadas de insumos industriales y de bienes de consumo, consistentes con la proyección de demanda interna. Siguiendo de cerca la evolución de las utilidades de empresas con participación extranjera y las cotizaciones internacionales, el **rendimiento pagado por IDE** se reduciría (0,2 p.p.), atenuando los efectos negativos del comercio de bienes.

38. Al tercer trimestre de 2025, Perú destaca como la única economía de la región con superávit en cuenta corriente, posición que mantiene desde el cuarto trimestre de 2023. Brasil, Chile y Colombia mostrarían un mayor déficit en cuenta corriente en 2025, debido al deterioro de su balanza comercial, producto de menores precios de exportación y un repunte de la demanda interna por importaciones.

Para Brasil y Chile, también contribuirá el mayor déficit de ingreso primario (utilidades y dividendos). No obstante, se espera una recuperación del superávit comercial de estos países, lo que explica la moderación del déficit en cuenta corriente hacia el final del horizonte de proyección.

Por su parte, México registraría una reducción de su déficit en 2025, explicado por un aumento de su superávit comercial y un menor déficit de servicios. No obstante, tanto México como Colombia proyectan un deterioro de su balanza comercial a partir de 2026, en línea con una mayor demanda interna por importaciones. Así,

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

estos países cerrarían el horizonte de proyección con un mayor déficit en cuenta corriente.

Cuadro 13
LATINOAMÉRICA: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

(Anualizada, porcentaje del PBI)

	2021	2022	2023	2024	3T25 1/	2025*	2026*	2027*
Brasil	-2,4	-2,2	-2,2	-3,0	-3,6	-3,1	-2,4	n.d.
Chile	-7,4	-8,9	-3,2	-1,5	-2,5	-2,6	-2,4	-2,4
Colombia	-5,6	-6,0	-2,2	-1,6	-2,2	-2,5	-3,0	n.d.
México	-0,3	-1,3	-0,7	-0,9	-0,1	-0,7	-1,3	-1,5
Perú	-2,2	-4,0	0,3	2,2	2,2	2,5	2,6	2,3

*Proyección.

1/ Muestra el resultado acumulado de los últimos cuatro trimestres al tercer trimestre de 2025.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

39. Se prevé que la **cuenta de capitales privados de largo plazo** pase de una salida neta de capitales por USD 169 millones en 2024 a una entrada neta por USD 1 550 millones en 2025, debido a una mayor reinversión de utilidades de empresas con participación extranjera y un aumento de los préstamos de IDE, en línea con lo ejecutado al tercer trimestre de 2025, así como a capitalizaciones de deuda programadas que tendrían lugar este año.

Por el contrario, para 2026 se proyecta un incremento de la inversión neta en activos externos por una menor reinversión de utilidades y las mayores amortizaciones de préstamos previstas. Respecto al Reporte previo, este flujo de inversión es mayor debido al aumento en las amortizaciones de préstamos, particularmente por cambios en el cronograma de pagos de empresas del sector minero, en línea con la evolución observada de las utilidades en el último trimestre.

En 2027, los activos de IDE se incrementarían; en tanto, las compras de cartera se recuperarían luego del menor aumento que tendrían en 2026, a causa de la posición de venta neta de las AFP ante el último retiro de fondos aprobado. La combinación de ambos factores determinaría una leve expansión en la inversión de activos externos de largo plazo en 2027.

Por su parte, se proyectan continuas **salidas netas de capitales de corto plazo** a lo largo del horizonte de proyección. Esta dinámica se explica por un aumento de los activos externos del sector no financiero debido a las ganancias extraordinarias que el sector minero estaría registrando en dicho periodo. En 2025, esta evolución sería contrarrestada parcialmente por la reducción de activos de las empresas bancarias, dada la evolución del tercer trimestre. Finalmente, la actual proyección no contempla cambios en la posición de corto plazo de las empresas bancarias para 2026 y 2027.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 14
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO 1/
(Millones de USD)

	2024	2025*			2026*		2027*
		III Trim. 25 5/	RI Set.25	RI Dic.25	RI Set.25	RI Dic.25	RI Dic.25
SECTOR PRIVADO (A + B)	3 277	1 887	930	-331	5 018	5 541	4 803
Porcentaje del PBI	1,1	0,6	0,3	-0,1	1,4	1,5	1,3
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	169	-530	-956	-1 550	2 774	3 074	3 156
1. ACTIVOS	7 852	9 665	8 661	9 488	8 536	8 366	8 895
Inversión directa	1 174	1 325	1 535	2 008	2 366	2 595	2 660
Inversión de cartera 2/	6 679	8 341	7 126	7 479	6 170	5 771	6 235
2. PASIVOS 3/	7 683	10 195	9 616	11 038	5 762	5 292	5 739
Inversión directa	6 799	11 070	10 875	10 984	6 990	7 507	7 661
Inversión de cartera 4/	2 487	1 998	301	1 913	60	61	141
Préstamos de largo plazo	-1 603	-2 872	-1 560	-1 860	-1 288	-2 277	-2 064
B. CORTO PLAZO	3 108	2 417	1 886	1 219	2 244	2 467	1 647

1/ Expresado en términos de activos netos de pasivos. Por ello, un influjo de capitales tiene un signo negativo. Un aumento (una caída) de un activo externo tiene signo positivo (negativo).

2/ Comprende acciones y otros activos del exterior del sector financiero y no financiero. Incluye derivados financieros.

3/ Signo positivo corresponde a un aumento de pasivos externos netos.

4/ Considera la colocación neta de bonos y similares, así como la compra neta de acciones y otros por parte de no residentes a través de la Bolsa de Valores de Lima, registrada por CAVALI.

5/ Muestra el resultado acumulado anual al tercer trimestre de 2025.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

40. La **cuenta financiera del sector público** acumulada al tercer trimestre de 2025 registró un aumento del endeudamiento neto con el exterior equivalente a USD 5 470 millones, cifra que supera en solo USD 198 millones al flujo neto de financiamiento recibido en 2024. Esta dinámica fue resultado de un incremento en el ritmo de compras netas de bonos soberanos por parte de no residentes y de una subasta de bonos globales en el marco de la Operación de Administración de Deuda (OAD) de junio de 2025.

Se proyecta una reducción gradual del financiamiento externo neto del sector público a lo largo del horizonte de proyección, en respuesta a la reducción prevista del déficit fiscal. Respecto a lo esperado en setiembre, las entradas netas de capitales para financiar al sector público se revisaron levemente: reducción de USD 146 millones en 2025 y aumento de USD 56 millones en 2026.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 15
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO 1/
(Millones USD)

	2024	2025*			2026*		2027*
		III Trim. 25 4/	RI Set.25	RI Dic.25	RI Set.25	RI Dic.25	RI Dic.25
I. ACTIVOS	-35	35	35	74	104	104	104
II. PASIVOS (1 + 2) 2/	5 237	5 505	5 221	5 114	1 805	1 860	948
1. Inversión de cartera	4 387	6 221	5 999	6 152	1 542	1 655	1 645
Emisiones	3 300	3 880	3 880	3 880	0	0	0
Amortizaciones	-2 252	-1 879	-1 879	-1 879	-1 093	-1 091	-1 549
Otras operaciones (a - b) 3/	3 338	4 220	3 998	4 151	2 635	2 746	3 194
a. Bonos del Gobierno General adquiridos por no residentes	3 589	4 716	4 240	4 470	2 635	2 746	3 194
b. Bonos globales adquiridos por residentes	250	496	242	319	0	0	0
2. Préstamos	851	-716	-778	-1 038	263	205	-697
Desembolsos	1 968	658	680	415	1 423	1 365	1 300
Amortizaciones	-1 117	-1 374	-1 457	-1 452	-1 160	-1 160	-1 997
III. TOTAL (I - II)	-5 272	-5 470	-5 186	-5 041	-1 701	-1 757	-845

1/ Expresado en términos de activos netos de pasivos. Por ello, un influjo de capitales tiene un signo negativo. Un aumento (una caída) de un activo externo tiene signo positivo (negativo).

2/ Signo positivo corresponde a un aumento de pasivos externos.

3/ Por la compraventa entre residentes y no residentes de bonos del Gobierno emitidos en el exterior o en el mercado local.

4/ Muestra el resultado acumulado anual al tercer trimestre de 2025.

* Proyección.

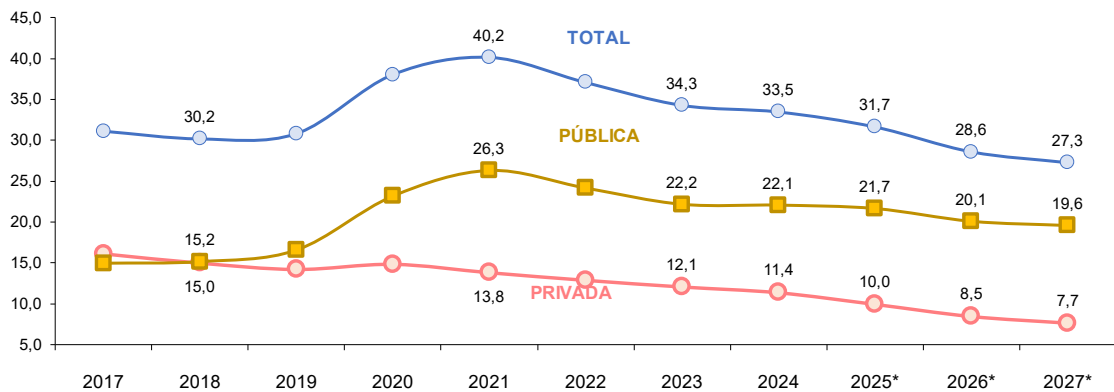
Fuente: BCRP.

41. El **saldo de deuda externa de mediano y largo plazo** —principalmente préstamos y bonos— se incrementó en USD 6 562 millones entre 2024 y el tercer trimestre de 2025, básicamente por el incremento de pasivos del sector público en USD 7 527 millones, debido a un saldo más alto de bonos soberanos adquiridos por no residentes (USD 5 738 millones) y de deuda externa del Gobierno General (USD 2 107 millones). En contraste, la deuda de mediano y largo plazo del sector privado se redujo en USD 966 millones.

En términos del producto, se prevé que este saldo se reduzca desde 33,5 por ciento del PBI en 2024 hasta 27,3 por ciento al final del horizonte de proyección, debido en mayor medida a la reducción de la deuda del sector privado desde 11,4 por ciento del PBI hasta 7,7 por ciento en el mismo periodo. En menor medida, contribuiría la reducción de 2,5 p.p. de la deuda externa pública, en línea con los menores requerimientos previstos del fisco, en respuesta a la reducción esperada del déficit fiscal.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 45
SALDO DE DEUDA EXTERNA DE MEDIANO Y LARGO PLAZO
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.

Nota: El saldo de deuda pública externa es la deuda bruta que el Sector Público mantiene con el exterior, a lo cual se suma la tenencia de BTP y bonos de la Municipalidad de Lima en manos de no residentes y se sustrae la tenencia de bonos globales en manos de residentes.

Fuente: BCRP.

Reservas Internacionales Netas

42. Al 17 de diciembre, las **Reservas Internacionales Netas (RIN)** acumulan una expansión de USD 14 548 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en USD 93 534 millones.

El nivel de reservas internacionales representará el 25,9 por ciento del PBI al finalizar el horizonte de proyección y se espera que cubra casi 6 veces el saldo de los adeudados externos de corto plazo y más de 12 veces la suma de estos pasivos más el resultado en cuenta corriente. Estos indicadores reflejan un sólido respaldo frente a posibles choques externos.

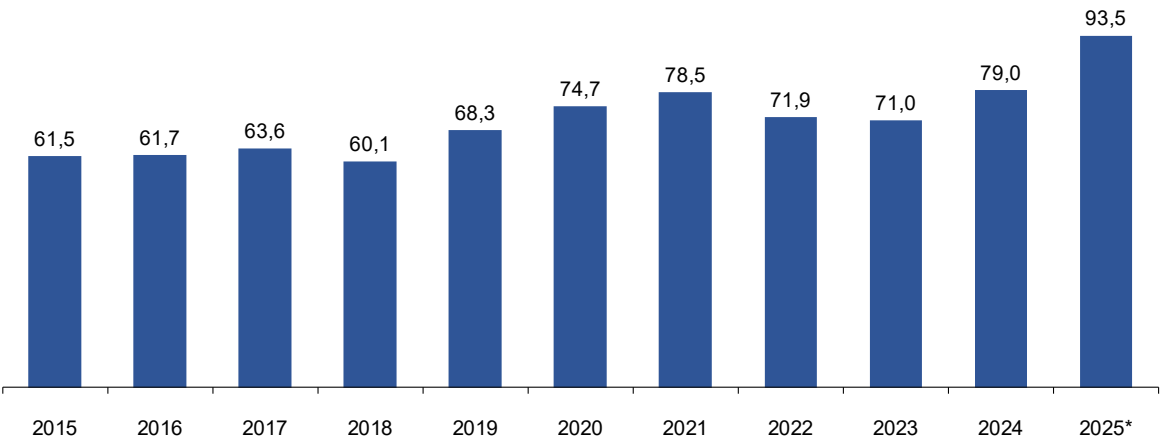
Cuadro 16
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2022	2023	2024*	2025*	2026*	2027*
<u>Reservas Internacionales como porcentaje de:</u>						
a. PBI	28,9	26,1	26,7	26,1	25,4	25,9
b. Deuda externa de corto plazo ^{1/}	460	348	418	545	561	590
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	281	364	644	1 152	1 325	1 237

^{1/} Incluye el saldo de deuda de corto plazo más las amortizaciones a un año del sector privado y público.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 46
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, 2015 - 2025
(Miles de millones de USD)



* Al 17 de diciembre de 2025.
Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 2

Los nuevos aranceles de EUA, las exportaciones peruanas afectadas y su posición relativa frente a competidores

La administración del presidente Trump ha aplicado políticas comerciales diferenciadas por país y producto. Este recuadro analiza las principales exportaciones peruanas de 2024 afectadas por estos cambios, con información disponible al 10 de diciembre del 2025. El objetivo es evaluar la posición competitiva de Perú y cómo la nueva política arancelaria podría modificar las condiciones de competencia en el mercado estadounidense.

Sector Agropecuario

La siguiente tabla muestra la situación arancelaria de los cinco principales productos agropecuarios exportados a EUA afectados por los aranceles adicionales de la nueva administración Trump, que representan el 82 por ciento del total de bienes afectados del sector (USD 3 131 millones).

Perú exportó **arándanos** por USD 1 246 millones en 2024 y concentró el 57 por ciento del mercado estadounidense. Ello lo convierte en el principal proveedor del mercado de EUA, por encima de México, Canadá y Chile.

Antes de la nueva política comercial de EUA, las importaciones de arándanos no tenían aranceles, independientemente de su país de procedencia. Sin embargo, debido a los aranceles recíprocos de EUA, los arándanos peruanos enfrentan un arancel del 10 por ciento, al igual que Chile; mientras que México y Canadá mantienen un arancel de 0 por ciento debido a la exoneración de los bienes registrados en el T-MEC⁵.

Esto implica que, en términos arancelarios, Perú se colocaría en desventaja relativa, especialmente frente a México, el segundo principal proveedor. Sin embargo, la alta participación de las exportaciones peruanas en el mercado de EUA podría constituir un factor de resiliencia en tanto dicha oferta no pueda ser fácilmente abastecida por sus principales competidores

Además, las **ventanas de exportación** atenúan el impacto de los nuevos aranceles y otorgan mayor resiliencia a las ventas peruanas. Por ejemplo, Perú exporta uvas a EUA principalmente entre noviembre y febrero, cuando la cosecha estadounidense, concentrada entre julio y octubre, prácticamente ha concluido. En esa ventana se concentran las exportaciones peruanas de uvas, lo que limita la capacidad de sustitución por parte de otros proveedores. En espárragos, las exportaciones peruanas se concentran entre julio y enero, mientras que la producción de EUA se da sobre todo entre marzo y junio, y las ventas peruanas incluso exceden la producción local estadounidense.

⁵ Al cierre de este reporte, fuentes oficiales de los gobiernos de Canadá y México anuncian que más del 90 por ciento de sus exportaciones a EUA no son afectadas por los aranceles fronterizos superiores a 25 por ciento, debido a la exoneración de los bienes registrados en T-MEC. Sin embargo, el T-MEC será objeto de revisión en el 2026, lo cual puede afectar la competitividad del comercio entre dichos países.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

CINCO PRINCIPALES EXPORTACIONES AGROPECUARIAS PERUANAS AFECTADAS POR LOS NUEVOS ARANCELES DE EUA Y SUS CINCO PRINCIPALES COMPETIDORES

Producto	Export. Perú 2024 (USD millones; % del total afectado del sector)	% de Perú en el mercado de EUA	Cinco principales competidores (participación en EUA, por ciento)					Aranceles en la nueva administración Trump	
								Previo al 31 de diciembre del 2024	Adicionales
Arándanos rojos y arándanos azules* (08104000)	1246 (40%)	57%	México (23,3%)	Canadá (9,3%)	Chile (9,1%)	Argentina (0,4%)	Ecuador (0,2%)	0% para todos	PER (10%) MEX (0%) CAN (0%) CHI (10%) ARG (10%) ECU (15%)
Uvas frescas, durante el período entre el 1 de julio y el 14 de febrero siguiente (08061060)	803 (26%)	76%	Chile (13,2%)	Brasil (5%)	México (4,2%)	Corea del Sur (0,8%)	Sudáfrica (0,8%)	USD 1,8/m3 para Brasil y Corea del Sur y 0% para resto	PER (10%) CHI (10%) BRA (50%) MEX (0%) COR (15%) SUD (30%)
Espárragos, frescos o fríos (07092090**)	276 (9%)	41%	México (56,6%)	Canadá (2,2%)	Ecuador (0,2%)	Francia (<0,1%)	Australia (<0,1%)	0% para Perú, Canadá y México y 21,3% para resto	PER (10%) MEX (0%) CAN (0%) ECU (15%) FRA*** (0%) AUS (10%)
Cítricos, frescos o secos (08052100**)	169 (5%)	27%	Chile (37,2%)	Marruecos (19,3%)	Sudáfrica (6,8%)	Uruguay (4,9%)	Israel (2,2%)	USD 0,019/kg para Uruguay y 0% para resto	PER (10%) CHI (10%) MAR (10%) SUD (30%) URU (10%) ISR (10%)
Cebollas y chalotes, frescos o fríos (07031040**)	69 (2%)	13%	México (68,9%)	Canadá (12,6%)	Países Bajos (1,6%)	Nueva Zelanda (1,1%)	España (0,9%)	USD 0,031/kg para Países Bajos, Nueva Zelanda y España, y 0% para resto	PER (10%) MEX (0%) CAN (0%) NLD (15%) NZL (15%) ESP (15%)
Otros	568 (18%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	3131	-	-	-	-	-	-	-	-

* Y otras frutas del género Vaccinium, frescas. ** En este producto, la columna "Exportaciones de Perú en 2024" se calculan a nivel HS6, debido a diferencias entre las bases de datos de Perú y de EUA. Los datos de las exportaciones peruanas provienen de Sunat, y la información de los principales competidores son obtenidas de *US International Trade Commission*. En cada caso, los aranceles se reportan a nivel HTSUS 8, utilizando la subpartida que concentra la mayor parte de las exportaciones peruanas dentro de cada HS6: (i) HS6 070920 con HTSUS 8 07092090, que representa alrededor del 99 por ciento del total; (ii) HS6 080521 con HTSUS 8 08052100, que concentra aproximadamente el 89 por ciento; y (iii) HS6 070310 con HTSUS 8 07031040, que agrupa cerca del 97 por ciento de las exportaciones peruanas en dicha subpartida. *** La Orden Ejecutiva 14326 indica que, para los países de la Unión Europea, si el arancel previo es mayor a 15%, el arancel adicional es 0%.

En **uvas frescas exportadas entre julio y febrero** (USD 803 millones, 76 por ciento de participación), el arancel de 10 por ciento para Perú sigue siendo inferior al de sus dos principales competidores inmediatos, Brasil y Sudáfrica, que enfrentan tasas adicionales de 50 por ciento y 30 por ciento, respectivamente.

En el caso de los **espárragos y cebollas**, México y Canadá son los principales proveedores de EUA, con una participación aproximada de 70 por ciento y se encuentran exonerados de aranceles en el marco del acuerdo T-MEC, mientras que el resto de los países enfrentan incrementos arancelarios. Por lo tanto, México es el principal beneficiario en mercados donde ya tenía una fuerte presencia.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Sector Textil

La tabla presenta la estructura arancelaria para las cinco principales exportaciones de textiles a EUA afectados por los aranceles de la segunda administración Trump (T-shirts y camisetas, camisas y suéteres de algodón, camisas sintéticas y camisetas de punto), que representan el 65 por ciento del total de bienes afectados del sector (USD 838 millones).

CINCO PRINCIPALES EXPORTACIONES TEXTILES PERUANAS AFECTADAS POR LOS NUEVOS ARANCELES DE EUA Y SUS CINCO PRINCIPALES COMPETIDORES

Producto	Export. Perú 2024 (USD millones; % del total afectado del sector)	% de Perú en el mercado de EUA	Cinco principales competidores (participación en EUA, por ciento)					Aranceles en la nueva administración Trump	
								Previo al 31 de diciembre del 2024	Adicionales
T-shirts y camisetas, de punto y de algodón (61091000)	259 (31%)	4%	Nicaragua (12,7%)	Honduras (10,7%)	Bangladés (10,1%)	India (8,6%)	Vietnam (6,9%)	0% para Perú y 16,5% para el resto	PER (10%) NIC (18%) HON (10%) BAN (20%) IND (50%) VIE (20%)
Camisas de algodón para hombres o niños (61051000)	100 (12%)	12%	India (21,4%)	Bangladés (14,2%)	Vietnam (12,8%)	Indonesia (8,5%)	Camboya (5,3%)	0% para Perú y 19,7% para el resto	PER (10%) IND (50%) BAN (20%) VIE (20%) IDN (19%) CAM (19%)
Suéteres de punto y de algodón* (61102020)	66 (8%)	2%	Vietnam (19,5%)	China (13,3%)	Camboya (9,1%)	Bangladés (7%)	Indonesia (6,3%)	0% para Perú, 16,5% para resto y 7,5% adicional para China**	PER (10%) VIE (20%) CHN (20%) CAM (19%) BAN (20%) IDN (19%)
Camisas de fibras artificiales para hombres o niños. (61052020)	61 (7%)	5%	Vietnam (28,4%)	Jordania (10,4%)	China (8,7%)	Indonesia (4,1%)	Egipto (4%)	0% para Perú y Jordania, y 32% para el resto	PER (10%) VIE (20%) JOR (15%) CHN (20%) IDN (19%) EGY (10%)
Camisetas, de punto y gatillo de punto o ganchillo (61099010***)	55 (7%)	3%	China (14,8%)	Nicaragua (11%)	Honduras (10%)	Vietnam (9,7%)	México (8,2%)	32% para Vietnam y 7,5% adicional para China*. Resto, 0%	PER (10%) CHN (20%) NIC (18%) HON (10%) VIE (20%) MEX (0%)
Otros	297 (35%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	838	-	-	-	-	-	-	-	-

* Incluye pulóveres, cárdigan, chalecos y artículos similares de punto y de algodón. ** Medida implementada desde la primera administración Trump. ***En este producto las columnas "Exportaciones de Perú en 2024" se calcula usando la partida HS6 610990, debido a diferencias entre las bases de datos de Perú y de EUA. Los datos de las exportaciones peruanas provienen de Sunat, y la información de los principales competidores son obtenidas de *US International Trade Commission*. Para los aranceles, se utiliza la partida HTSUS 8 61099010, que concentra aproximadamente el 95 por ciento de las exportaciones peruanas dentro de la subpartida HS6 610990

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Previo al inicio de la segunda administración Trump, el TLC otorgaba a Perú una posición relativa favorable, **libre de aranceles**, mientras que sus competidores centroamericanos y asiáticos de textiles mantenían aranceles superiores a 16 por ciento.

Al cierre de este reporte, los principales competidores de gran escala de Perú, como India, Bangladés, Vietnam e Indonesia, enfrentan aranceles adicionales de entre 15 y 50 por ciento, superiores al 10 por ciento aplicado a los productos peruanos. Ello mejora la posición relativa de Perú en varios mercados, como el de **camisas de algodón para hombres o niños**, donde el país se ubica como el tercer mayor proveedor del mercado estadounidense, con un valor de USD 100 millones.

En **suéteres de algodón, camisas de fibra artificial y camisetas de punto**, las exportaciones peruanas a EUA son aún moderadas, menos de USD 70 millones por partida y participaciones menores o iguales a 5 por ciento, pero la combinación de un arancel inferior para Perú, la atomización del mercado y los altos aranceles acumulados sobre China y otros exportadores asiáticos representan una oportunidad de mercado.

Sin embargo, esta ventaja arancelaria no podrá aprovecharse plenamente sin una **ampliación de la capacidad instalada** y sin ajustes en la oferta a los **patrones de demanda** de EUA (volúmenes, tiempos de entrega y especificaciones). En síntesis, los diferentes aranceles pueden crear una ventana de oportunidad, pero no garantiza por sí sola un aumento sostenido de participación mientras no se acompañe de inversión y mayor alineación con la demanda estadounidense.

Por otro lado, la exoneración anunciada para los textiles de El Salvador y Guatemala en el marco del **DR-CAFTA** podría incentivar, en principio, una reorientación gradual de inversiones hacia esos países, dada su mejor posición arancelaria y su cercanía logística a EUA. No obstante, es poco probable que ello afecte las exportaciones peruanas en el corto plazo, pues no son los principales competidores en los mercados donde Perú participa y se requiere tiempo para consolidar nueva capacidad productiva, adaptar infraestructura y asegurar mano de obra calificada, por lo que la presión competitiva adicional seguirá siendo limitada en el horizonte próximo.

Sector siderometalúrgico

La tabla presenta la estructura arancelaria de las cinco principales exportaciones siderometalúrgicas desde Perú a EUA afectadas por los nuevos aranceles de la administración Trump (joyería de metales preciosos y cuatro productos de cobre refinado y derivados), que representan el 88 por ciento del total afectado del sector (USD 532 millones).

Antes de las medidas, el TLC otorgaba a Perú un arancel de cero por ciento en todos estos bienes, mientras que la mayoría de sus competidores enfrentaba tasas entre 1 y 5 por ciento. Las nuevas disposiciones eliminan esa exoneración, donde la joyería peruana tiene un arancel de 10 por ciento, que es ampliamente inferior a los aranceles sobre India y Hong Kong; y los productos de cobre refinado enfrentan un arancel adicional de 50 por ciento para todos los países.

En el caso del cobre semiacabado y manufacturado, el aumento arancelario es generalizado para todas las importaciones del mundo, lo que limita el impacto sobre la posición relativa de Perú frente a otros proveedores, pero tendría por objetivo una sustitución de importaciones. Por ejemplo, en el mercado de placas, hojas y tiras de cobre sin enrollar (USD 180 millones, 57 por ciento de participación) y barras, varillas y

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

perfiles (USD 63 millones, 23 por ciento de participación) quedan sujetos a un recargo uniforme de 50 por ciento para todos los países.

Debido a que el cobre como insumo (concentrado y refinado) no enfrenta aranceles, pero el bien final de cobre (semiacabado y manufacturado) sí, el productor local puede comprar el insumo libre de aranceles y competir contra importaciones del bien encarecidas por los aranceles. Por ello, un arancel del 50 por ciento al bien insumo representa una tasa de protección efectiva bastante mayor.

CINCO PRINCIPALES EXPORTACIONES SIDERO-METALÚRGICO PERUANAS AFECTADAS POR LOS NUEVOS ARANCELES DE EUA Y SUS CINCO PRINCIPALES COMPETIDORES

Producto	Export. Perú 2024 (USD millones; % del total afectado del sector)	% de Perú en el mercado de EUA	Cinco principales competidores (participación en EUA, por ciento)					Aranceles en la nueva administración Trump	
								Previo al 31 de diciembre del 2024	Adicionales
Joyería de metales preciosos excepto plata (71131921*)	180 (34%)	2%	India (24,6%)	Francia (14,5%)	Italia (12,4%)	Jordania (7,2%)	Hong Kong (5,1%)	0% para Perú y Jordania, 5% para el resto y 4,5% adicional a Hong Kong**	PER (10%) IND (50%) FRA*** (10%) ITA*** (10%) JOR (15%) HKG (20%)
Placas, hojas y tiras de cobre refinado sin enrollar (74091910*)	180 (34%)	57%	Alemania (12,4%)	México (8,1%)	Bulgaria (5,5%)	Finlandia (4,6%)	Brasil (4%)	0% para Perú y México, y 3% para el resto	50% para todos
Barras, varillas y perfiles de cobre refinado (74071050*)	63 (12%)	23%	Alemania (19,7%)	Brasil (9,2%)	Tailandia (8,8%)	Francia (8,5%)	México (7,1%)	0% para Perú y México, y 1% para el resto	50% para todos
Alambres de cobre refinado**** (74081160*)	31 (6%)	1%	Canadá (82%)	México (6,5%)	Corea del Sur (3,5%)	Chile (3,5%)	Japón (0,8%)	0% para Perú, México, Canadá y 3% para el resto	50% para todos
Alambres de aleaciones a base de cobre-zinc***** (74082100*)	14 (3%)	16%	Vietnam (26,4%)	Japón (12,9%)	Taiwán (12,1%)	Alemania (9,4%)	Francia (7,8%)	0% para Perú y 3% para el resto	50% para todos
Otros	65 (12%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	532	-	-	-	-	-	-	-	-

* En este producto las columnas "Exportaciones de Perú en 2024" se calculan a nivel HS6, debido a diferencias entre las bases de datos de Perú y de EUA. Los datos de las exportaciones peruanas provienen de Sunat, y la información de los principales competidores son obtenidas de *US International Trade Commission*. En cada caso, los aranceles se reportan a nivel HTSUS 8, utilizando la subpartida que concentra la mayor parte de las exportaciones peruanas dentro de cada HS6: (i) HS6 711319 con HTSUS 8 71131921, que representa alrededor del 73 por ciento del total; (ii) HS6 740919 con HTSUS 8 74091910, que concentra aproximadamente el 77 por ciento; (iii) HS6 740710 con HTSUS 8 74071050, que agrupa cerca del 76 por ciento; (iv) HS6 740811 con HTSUS 8 74081160, que concentra aproximadamente el 94 por ciento; y (v) HS6 740821 con HTSUS 8 74082100, que agrupa cerca del 100 por ciento.** Medida implementada desde la primera administración Trump. *** La Orden Ejecutiva 14326 indica que para los países de la Unión Europea, si el arancel previo es menor a 15%, el arancel adicional es 15% menos el arancel previo. **** Con una dimensión de sección transversal máxima superior a 6 mm.. ***** La aleación de cobre y zinc también recibe por nombre latón.

Sector pesquero

La tabla presenta la estructura arancelaria de las cinco principales exportaciones pesqueras de Perú a EUA afectadas por los nuevos aranceles de la administración

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Trump (aceites de pescado, filetes congelados, camarones y langostinos congelados, conchas de abanico y filetes de trucha), lo que representa el 79 por ciento de las exportaciones gravadas con aranceles del sector (USD 334 millones).

En aceites de pescados distintos del bacalao y del arenque, excluido el aceite de hígado, Perú exportó USD 86 millones en 2024 y concentró 34 por ciento del mercado estadounidense, por encima del resto de sus competidores como Vietnam, Noruega, Islandia, Canadá y Chile. Antes de los nuevos aranceles, Perú y Chile tenían aranceles de cero por ciento, mientras que el resto enfrentaba un arancel mixto de USD 0,015 por kilogramo más 5 por ciento. Con la nueva administración, Perú continúa menos gravado que sus tres principales competidores.

CINCO PRINCIPALES EXPORTACIONES PESQUERAS PERUANAS AFECTADAS POR LOS NUEVOS ARANCELES DE EUA Y SUS CINCO PRINCIPALES COMPETIDORES

Producto	Export. Perú 2024 (USD millones; % del total afectado del sector)	% de Perú en el mercado de EUA	Cinco principales competidores (participación en EUA, por ciento)					Aranceles en la nueva administración Trump	
								Previo al 31 de diciembre del 2024	Adicionales
Aceites de pescados distintos del bacalao* (15042060)	86 (26%)	34%	Vietnam (28,3%)	Noruega (10,1%)	Islandia (7,8%)	Canadá (6,1%)	Chile (5,3%)	0% para Perú y Chile, y USD 0,015/kg + 5% para el resto	PER (10%) VIE (20%) NOR (15%) ISL (15%) CAN (0%) CHI (10%)
Otros filetes de pescado congelados (03048950**)	63 (19%)	16%	Japón (18,2%)	Vietnam (10,8%)	Canadá (10,6%)	Indonesia (10,2%)	Ecuador (5%)	0% para todos	PER (10%) JAP (15%) VIE (20%) CAN (0%) IDN (19%) ECU (15%)
Otros camarones y langostinos*** (03061700)	59 (18%)	<0,1%	India (40%)	Ecuador (28,2%)	Indonesia (13,9%)	Vietnam (6,4%)	Argentina (4,1%)	0% para todos	PER (10%) IND (50%) ECU (15%) IDN (19%) VIE (20%) ARG (10%)
Conchas de abanico congelados (03072200)	48 (14%)	13%	Japón (52,1%)	Canadá (11,7%)	Argentina (9,7%)	China (8,9%)	Vietnam (1,7%)	0% para todos excepto China con 25%****	PER (10%) JPN (15%) CAN (0%) ARG (10%) CHN (20%) VIE (20%)
Filetes de trucha frescos o refrigerados (03044200)	9 (3%)	11%	Noruega (45,7%)	Chile (32,6%)	Argentina (7,1%)	Colombia (2,1%)	Canadá (1,5%)	0% para todos	PER (10%) NOR (15%) CHL (15%) ARG (10%) COL (15%) CAN (0%)
Otros	69 (21%)	-	-	-	-	-	-	-	-
Total	334	-	-	-	-	-	-	-	-

* Y del arenque, excluido el aceite de hígado. ** En este producto las columnas "Exportaciones de Perú en 2024" se calcula usando la partida HS6 030489, debido a diferencias entre las bases de datos de Perú y de EUA. Los datos de las exportaciones peruanas provienen de Sunat, y la información de los principales competidores son obtenidas de *US International Trade Commission*. Para los aranceles, se utiliza la partida HTSUS 8 03048950, que concentra aproximadamente el 98 por ciento de las exportaciones peruanas dentro de la subpartida HS6 030489. *** Cocidos o sin cocer, secos, salados o en salmuera, congelados. **** Medida implementada desde la primera administración Trump.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En términos absolutos, el país enfrenta un encarecimiento generalizado de sus exportaciones a EUA; sin embargo, en términos relativos, la mayoría de sus competidores directos presentan aranceles iguales o mayores (en especial los exportadores asiáticos y algunos proveedores de productos pesqueros), por lo que la posición competitiva de Perú se preserva en mercados donde tiene una alta participación (arándanos, uvas, ciertos productos de cobre y aceites de pescado).

La agenda pendiente se concentra en aquellos mercados relevantes para Perú y donde México y Canadá sean sus competidores, quienes mantienen cero por ciento de aranceles bajo el T-MEC. Pero la incertidumbre asociada a la revisión de dicho acuerdo en 2026 puede conllevar a una disminución de la posición relativa arancelaria.

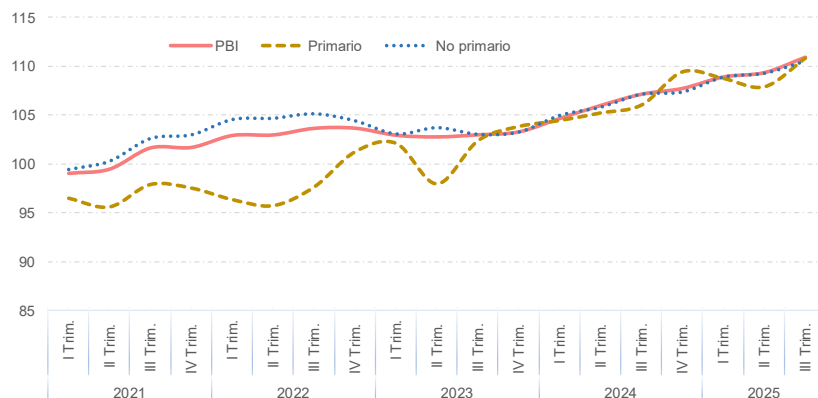
III. Actividad económica

PBI sectorial

43. El crecimiento de la actividad económica se aceleró desde 2,6 a 3,4 por ciento entre el segundo y el tercer trimestre de 2025, tanto por la expansión de las actividades primarias (4,5 por ciento) como por el avance de los sectores no primarios (3,1 por ciento). En el primer grupo, las condiciones climáticas favorables fomentaron la producción de bienes agrícolas orientados al mercado interno y de productos orientados a la agroexportación. Asimismo, contribuyó la mayor captura de anchoveta (la primera temporada de pesca de 2025 concluyó 7 días después que la de 2024) y la recuperación de la producción petrolera. La aceleración de la actividad no primaria, por su parte, se debió al impacto favorable del mayor gasto privado sobre los sectores construcción, comercio y servicios. El dinamismo del sector construcción, además, reflejó el repunte de la inversión pública, especialmente en el avance de obras públicas a nivel subnacional.

El indicador desestacionalizado del PBI viene mostrando una evolución positiva desde el tercer trimestre de 2023. Así, en el tercer trimestre de 2025 creció 1,4 por ciento respecto al periodo previo, impulsado tanto por el crecimiento de las actividades primarias como no primarias.

Gráfico 47
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
(Índice, base 100 = IV Trim. 2019)



Fuente: BCRP.

Tomando en cuenta la ejecución reciente del PBI y de sus indicadores adelantados, la proyección del crecimiento para 2025 se revisa al alza de 3,2 a 3,3 por ciento. Este ajuste incorpora un desempeño superior al previsto en los sectores agropecuario, minería, manufactura primaria, construcción y comercio respecto al Reporte anterior.

La proyección de crecimiento de 2026 también se ajusta al alza en comparación al Reporte previo, de 2,9 a 3,0 por ciento. Esta revisión responde, principalmente, a la actualización de la proyección del gasto privado, cuyo dinamismo impulsaría la actividad en los sectores construcción, comercio y servicios. Asimismo, se prevé una recuperación de los sectores hidrocarburos y pesca, este último favorecido por una menor base de comparación de 2025 y condiciones climáticas normales. Además, el escenario base contempla que el proceso electoral de 2026 no implicará

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

una incertidumbre elevada, lo cual no afectará el desempeño de sectores relacionados al gasto privado. Para 2027 se espera un crecimiento de 3,0 por ciento, sustentada en condiciones climáticas favorables, así como el mayor dinamismo del gasto privado.

Cuadro 17
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2024	2025*			2026*		2027*
		Ene.-Oct.	RI Set.25	RI Dic.25	RI Set.25	RI Dic.25	RI Dic.25
PBI primario	4,8	4,1	1,9	2,9	2,1	1,9	1,7
Agropecuario	5,4	5,5	3,7	5,0	3,0	3,0	3,0
Pesca	27,2	6,3	2,8	0,2	1,6	2,0	3,0
Minería metálica	3,2	3,2	0,5	2,2	1,0	0,5	-1,4
Hidrocarburos	2,1	-0,6	3,5	-0,5	3,8	4,9	5,2
Manufactura	8,3	6,4	2,6	3,5	3,1	3,1	8,1
PBI no primario	3,2	3,2	3,5	3,3	3,1	3,3	3,3
Manufactura	5,8	-0,2	2,8	0,5	2,9	2,9	2,8
Electricidad y agua	2,4	2,0	2,5	2,1	2,7	2,7	2,9
Construcción	3,6	5,5	4,3	5,7	2,0	2,5	3,4
Comercio	3,0	3,4	2,9	3,5	2,8	3,0	3,0
Servicios	2,7	3,5	3,7	3,6	3,3	3,5	3,4
Producto Bruto Interno	3,5	3,4	3,2	3,3	2,9	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación

*Proyección.

Fuente: BCRP.

44. En cuanto a las proyecciones de cada sector económico:

- a) El **sector agropecuario** creció 10,9 por ciento en el tercer trimestre. Esto responde a la recuperación de la producción de palta y aceitunas, por una campaña anterior reducida asociada a El Niño, que afectó la etapa de floración en 2024; y de los arándanos, por efecto de podas tardías en 2024, que concentró las cosechas hacia fin de año. Con ese resultado, se acumuló un crecimiento de 5,9 por ciento en el período enero-setiembre. Para el cuarto trimestre del año se prevé un menor ritmo de crecimiento debido a una menor producción de mango. Con ello, se revisó al alza el crecimiento de **2025** de 3,7 a 5,0 por ciento.

Para **2026** se mantiene un crecimiento de 3,0 por ciento, con condiciones hidrometeorológicas neutras, que permitirían superar el impacto del retraso de ciclo de lluvias en la producción para el mercado interno en el primer semestre de 2025. Además, continuaría el dinamismo de la producción de frutas de exportación.

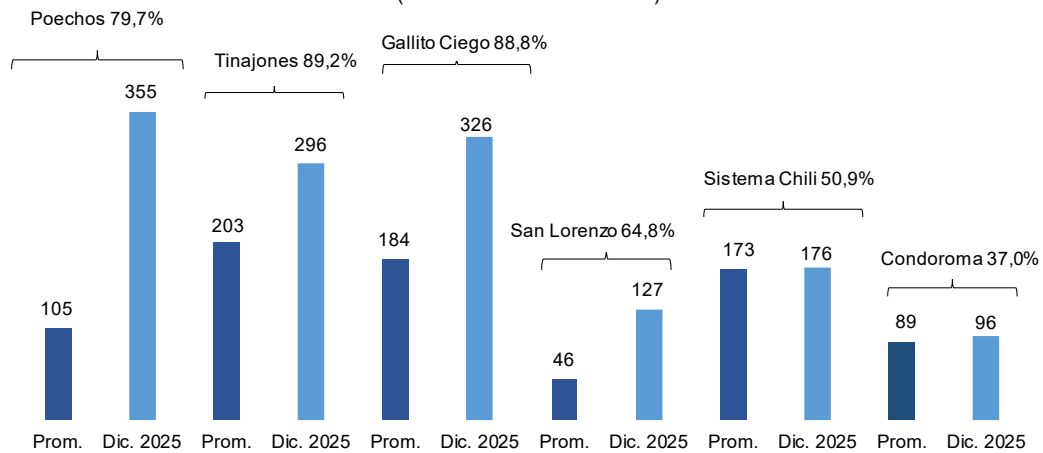
Para **2027** se prevé un crecimiento de 3,0 por ciento, asumiendo condiciones climáticas normales.

Al 16 de diciembre de 2025, el volumen de agua almacenado en los principales reservorios del país es superior al promedio de los últimos cinco años. Los reservorios del norte (Poechos, Tinajones, Gallito Ciego, y San Lorenzo) registran mayor volumen respecto a su capacidad de almacenamiento, que los del sur (Sistema Chili y Condoroma).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 48

Volumen almacenado de Principales Reservorios 1/
(Millones de metros cúbicos)



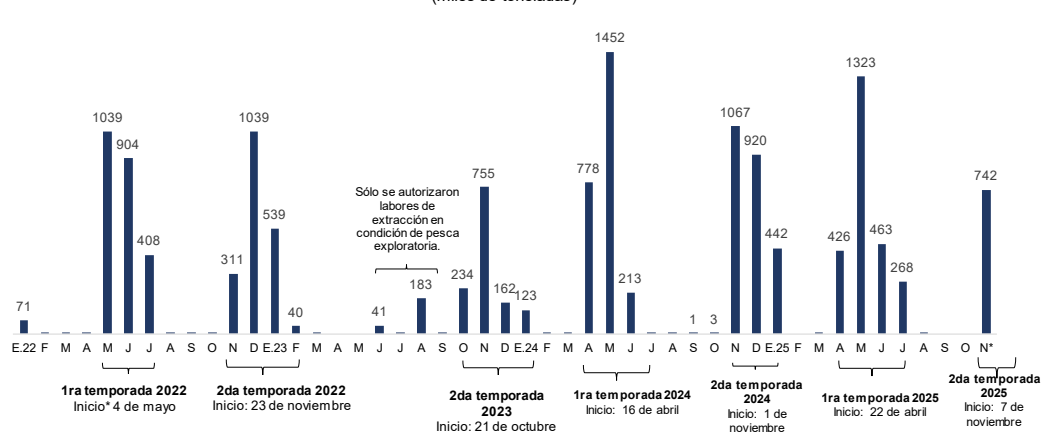
1/ Al 16 de diciembre de 2025, promedio de los últimos cinco años (2020-2024) de igual fecha y porcentaje respecto al volumen útil total.
Fuente: Junta de Usuarios y Proyectos Especiales de Irrigación.

- b) En el tercer trimestre de 2025 el **sector pesca** creció 8,2 por ciento. El desempeño se explica principalmente por la pesca industrial, dada la mayor captura de anchoveta en el mes de julio. El incremento fue parcialmente contrarrestado por la pesca para consumo humano, en donde destacó la reducción de la pesca del perico (-80,5 por ciento), bonito (-23,6 por ciento), pulpo (-85,7 por ciento) y caballa (-91,2 por ciento).

El 7 de noviembre se autorizó el inicio de la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro. Al 30 de noviembre, se capturaron 0,7 millones de TM, representando un 45,5 por ciento de la cuota asignada (1,6 millones de TM). Según el Instituto del Mar del Perú (IMARPE), la menor biomasa de anchoveta en la región centro-norte correspondería a un desplazamiento hacia el sur, en respuesta a cambios oceanográficos.

Gráfico 49

CAPTURA DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL EN ZONA NORTE-CENTRO
(miles de toneladas)



*Al 30 de noviembre

Fuente: Ministerio de la Producción.

Se espera que la actividad del sector crezca 0,2 por ciento en **2025**. La revisión a la baja respecto a la proyección previa (2,8 por ciento) responde a una menor

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

cuota para la segunda temporada de anchoveta en la región norte-centro. Se estima un crecimiento del sector de 2,0 por ciento en **2026** y de 3,0 por ciento para **2027**. En ambas proyecciones se asumen condiciones climáticas normales y cuotas para las campañas de anchoveta acorde con los niveles históricos observados en años anteriores.

- c) El **sector minería metálica** tuvo un incremento de 1,9 por ciento durante el tercer trimestre de 2025; explicado principalmente por la mayor producción de la mayoría de metales.

En el trimestre, la producción de **cobre** creció 1,0 por ciento, principalmente por las mejores leyes de Quellaveco y la mayor extracción de Las Bambas, con el aporte del nuevo tajo Chalcobamba. La mayor producción fue parcialmente compensada por el menor rendimiento de Antamina, Cerro Verde y Southern.

La producción de **oro** aumentó 5,7 por ciento durante el tercer trimestre. Se registró una mayor producción de Yanacocha, Las Bambas, Gold Field, Paltarumi y Boroo. Por su parte, la producción de **zinc** registró un crecimiento de 25,1 por ciento, principalmente por la recuperación de las leyes de este mineral, reportadas por Antamina, y un mayor procesamiento de Los Quenuales. La **plata** y el **plomo** tuvieron un crecimiento de 6,1 y 6,8 por ciento, respectivamente; en ambos casos, destacan el aporte de Antamina. Con respecto al **estaño**, la producción de este mineral creció 8,1 por ciento, por Minsur; mientras que la producción de **hierro** se incrementó en 2,4 por ciento por Shougang.

Por otro lado, la producción de **molibdeno** cayó 22,0 por ciento, destacando el menor contenido de este mineral en los concentrados de Antamina, Las Bambas y Constancia.

Para **2025** se revisa al alza el crecimiento del sector, pasando de 0,5 a 2,2 por ciento. Ello se sustenta principalmente en una mayor ejecución hasta setiembre. Con la revisión de 2025, el crecimiento de **2026** pasa de 1,0 a 0,5 por ciento. Se estima una reducción del sector de 1,4 por ciento en **2027**, ligada principalmente a una menor producción de zinc.

- d) La actividad del **sector hidrocarburos** creció 3,7 por ciento en el tercer trimestre. La producción de petróleo aumentó 16,4 por ciento por la mayor producción del lote 95 y por el reinicio de operaciones del lote 8 (paralizado desde la pandemia). El desempeño positivo del sector fue parcialmente compensado por la menor producción de **líquidos de gas natural y gas natural** que decrecieron 0,9 y 0,1 por ciento, respectivamente. El menor desempeño es producto de un menor rendimiento del lote 88.

Para **2025** se revisa a la baja el crecimiento del sector de 3,5 por ciento a una caída de 0,5 por ciento, por el menor desempeño reportado por parte de los lotes de gas y por el término del contrato del lote VI. Con la revisión de 2025, el crecimiento de **2026** pasa de 3,8 a 4,9 por ciento, sustentado además en el inicio de operaciones del lote 192 a mediados de dicho año. Se espera que en **2027** el sector crezca 5,2 por ciento por el primer año a plena capacidad del lote 192 y por el inicio de operaciones del lote 58.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

- e) La actividad del **subsector manufactura primaria** se incrementó 2,4 por ciento en el tercer trimestre de 2025, principalmente por la mayor producción de harina y aceite de pescado.

Se espera un crecimiento de 3,5 por ciento del subsector para **2025**, lo que considera principalmente un crecimiento en la producción de conservas y productos congelados de pescado, asociado a la mayor extracción de pota. Para **2026**, se espera un incremento de 3,1 por ciento.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** disminuyó 0,5 por ciento en el tercer trimestre del año. Con ello, el sector acumuló un crecimiento de 0,1 por ciento en el periodo enero-setiembre.

En **2025**, se revisa el crecimiento del sector de 2,8 a 0,5 por ciento. Para **2026**, se mantiene la proyección de crecimiento de 2,9 por ciento; y para 2027, se espera un crecimiento de 2,8 por ciento, en línea con la proyección de la demanda interna.

- g) El **sector construcción** creció 6,4 por ciento en el tercer trimestre de 2025, debido al mayor avance de obras públicas y privadas. Con ello, acumuló un crecimiento de 5,6 por ciento en los nueve primeros meses del año.

Para **2025** se revisa al alza el crecimiento del sector de 4,3 a 5,7 por ciento, por un mejor desempeño de la inversión privada. Para **2026** se proyecta un crecimiento de 2,5 por ciento; y para **2027**, de 3,4 por ciento, con un mayor impulso de la inversión pública, luego de un año electoral.

- h) Durante el tercer trimestre de 2025 el sector **comercio** creció 3,5 por ciento, por las mayores ventas al por mayor (3,2 por ciento) y al por menor (3,6 por ciento). Es así como, entre enero y setiembre, acumuló un crecimiento de 3,3 por ciento.

Para **2025** y **2026** se espera que la actividad del sector se incremente en 3,5 y 3,0 por ciento, respectivamente. El **2027** se observaría un crecimiento igual al del año previo.

- i) El sector **servicios** creció 3,3 por ciento en el tercer trimestre, periodo en que destaca el crecimiento de los servicios de transporte (3,8 por ciento), por la mayor demanda de transporte aéreo y de servicios complementarios al transporte; y el crecimiento de los servicios prestados a empresas (3,5 por ciento), por la mayor demanda de servicios vinculados a la actividad empresarial. Con ello, el sector acumula un crecimiento de 3,5 por ciento durante el periodo enero-setiembre.

Para **2025** se espera un crecimiento de servicios de 3,6 por ciento; para **2026** una expansión de 3,5 por ciento y para **2027** un incremento de 3,4 por ciento.

PBI gasto

45. Por el lado del gasto, la aceleración del crecimiento del PBI del tercer trimestre se debió al mayor ritmo de crecimiento de la demanda interna (de 5,2 a 5,9 por ciento), a su vez resultado del continuo avance del gasto privado, en un contexto de continua recuperación del empleo y los ingresos, una inflación cerca del centro del

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

rango meta, mayor confianza empresarial y condiciones crediticias favorables. Dentro del gasto privado, resaltó la inversión, la cual creció a una tasa de dos dígitos en el tercer trimestre (11,4 por ciento) favorecida por el buen desempeño de la inversión no residencial. Por un lado, el componente minero de esta variable repuntó por los mayores desembolsos en equipamiento, desarrollo, preparación y exploración, mientras que el resto del rubro no residencial estuvo dinamizado por el avance de proyectos de infraestructura. Este último comportamiento se vio reflejado en el crecimiento a dos dígitos de las importaciones de bienes de capital, entre los que destacan vehículos de carga, camionetas, maquinaria y equipos industriales.

A lo anterior se sumó el avance en la ejecución de proyectos de inversión pública de los Gobiernos Subnacionales, aunque fue parcialmente contrarrestada por el retroceso a nivel del Gobierno Nacional. El mayor avance de la demanda interna estuvo limitado por una demanda externa neta menos favorable. Si bien los envíos al exterior de productos agropecuarios crecieron a tasas de dos dígitos, los embarques de cobre se vieron afectados por problemas logísticos (movilizaciones sociales y oleajes anómalos), lo que determinó una menor tasa de crecimiento de las exportaciones de bienes. Además, las importaciones de bienes continuaron creciendo a tasas de dos dígitos, acreditado a bienes de consumo (principalmente duraderos), a bienes de capital excluyendo materiales de construcción e insumos industriales, lo cual es consistente con el dinamismo de la demanda interna.

Se revisa al alza la proyección de crecimiento de la demanda interna de 2025 de 5,1 a 5,4 por ciento. La continua recuperación del número de empleos y de los ingresos, así como niveles bajos de inflación, han permitido una recuperación importante del poder de compra de los hogares, lo que les ha permitido incrementar el consumo y reasignar parte de su presupuesto a la autoconstrucción. Asimismo, las condiciones financieras más flexibles, tanto en soles como en dólares, la apreciación del dólar que ha favorecido las importaciones, altos términos de intercambio y una recuperación de la confianza empresarial permitirán que la inversión privada registre su mayor tasa desde 2012, excluyendo el rebote estadístico postpandemia. A ello se sumará el avance del consumo público y la inversión pública, esta última impulsada principalmente por la ejecución de proyectos a nivel subnacional.

La revisión al alza de la demanda interna de 2026 de 3,0 a 3,5 por ciento está sustentada en un entorno internacional favorable con términos de intercambio más altos y en el mayor impulso del gasto privado observado en 2025.

El escenario base de la proyección de crecimiento del PBI para el horizonte 2025-2027 supone un efecto limitado de los retiros de los fondos de pensiones sobre el consumo privado y una desaceleración prevista de la inversión pública consistente con los objetivos de consolidación fiscal. Asimismo, se asume que el proceso electoral de 2026 se lleva a cabo de forma ordenada, esto es, no conllevará un incremento importante de la incertidumbre y permitirá que las decisiones de inversión y consumo no registren interrupciones o se reanuden de forma diligente luego de los comicios. Por último, se asume también un entorno de estabilidad macrofinanciera, que favorezca la recuperación de la confianza de los agentes económicos y el avance del gasto privado.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 18
PBI POR TIPO DE GASTO
(Variaciones porcentuales reales)

	2024	2025*			2026*		2027*
		Ene.-Set.	RI Set.25	RI Dic.25	RI Set.25	RI Dic.25	RI Dic.25
Demanda interna	4,0	5,7	5,1	5,4	3,0	3,5	3,2
Consumo privado	2,8	3,7	3,5	3,6	2,9	3,0	3,0
Consumo público	2,1	4,4	2,2	3,1	2,5	2,5	1,2
Inversión privada	3,3	9,9	6,5	9,5	3,5	5,0	5,0
Inversión pública	14,7	5,8	6,5	5,5	1,0	1,0	1,0
Var. de inventarios (contribución)	0,6	0,5	0,9	0,5	0,0	0,2	0,1
Exportaciones	6,6	4,7	3,3	4,1	2,6	2,5	2,1
Importaciones	8,4	13,5	10,2	11,8	3,1	4,4	3,1
Producto Bruto Interno	3,5	3,3	3,2	3,3	2,9	3,0	3,0

RI: Reporte de Inflación

*Proyección.

Fuente: BCRP.

46. La mayoría de los **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados al consumo privado** continúan mostrando señales favorables.

Los indicadores del mercado laboral mantuvieron un desempeño sólido en los últimos meses, impulsados por la recuperación del empleo en los sectores agropecuario —favorecido por mejores condiciones climáticas y el alto dinamismo de las agroexportaciones—, así como en servicios y comercio, en concordancia con el avance del gasto privado. Por otra parte, la masa salarial formal nominal continúa registrando un comportamiento positivo, asociado tanto a la expansión de los puestos de trabajo como al aumento del ingreso promedio real.

Cuadro 19
Puestos de trabajo formales en el sector privado
(Miles de puestos)

	Octubre				Ene-Oct					
	2019	2023	2024	2025	Var. 2025/2024		2024	2025	Var. 2025/2024	
					Miles	%			Miles	%
Total	3 897	4 211	4 479	4 665	187	4,2	4 215	4 484	269	6,4
Agropecuario 1/	489	503	635	676	41	6,5	459	557	98	21,3
Pesca	20	20	18	18	-1	-4,0	19	19	1	3,3
Minería	98	120	128	140	12	9,3	125	135	10	8,1
Manufactura	475	492	499	514	15	3,0	499	515	16	3,2
Electricidad	14	16	17	17	1	4,8	16	17	1	7,4
Construcción	238	241	254	259	5	1,9	229	245	15	6,7
Comercio	631	708	731	761	31	4,2	724	758	35	4,8
Servicios	1 931	2 111	2 197	2 280	83	3,8	2 144	2 238	94	4,4

1/ Incluye al sector agro-exportador: Procesamiento y conservación de frutas y vegetales.

Fuente: Sunat

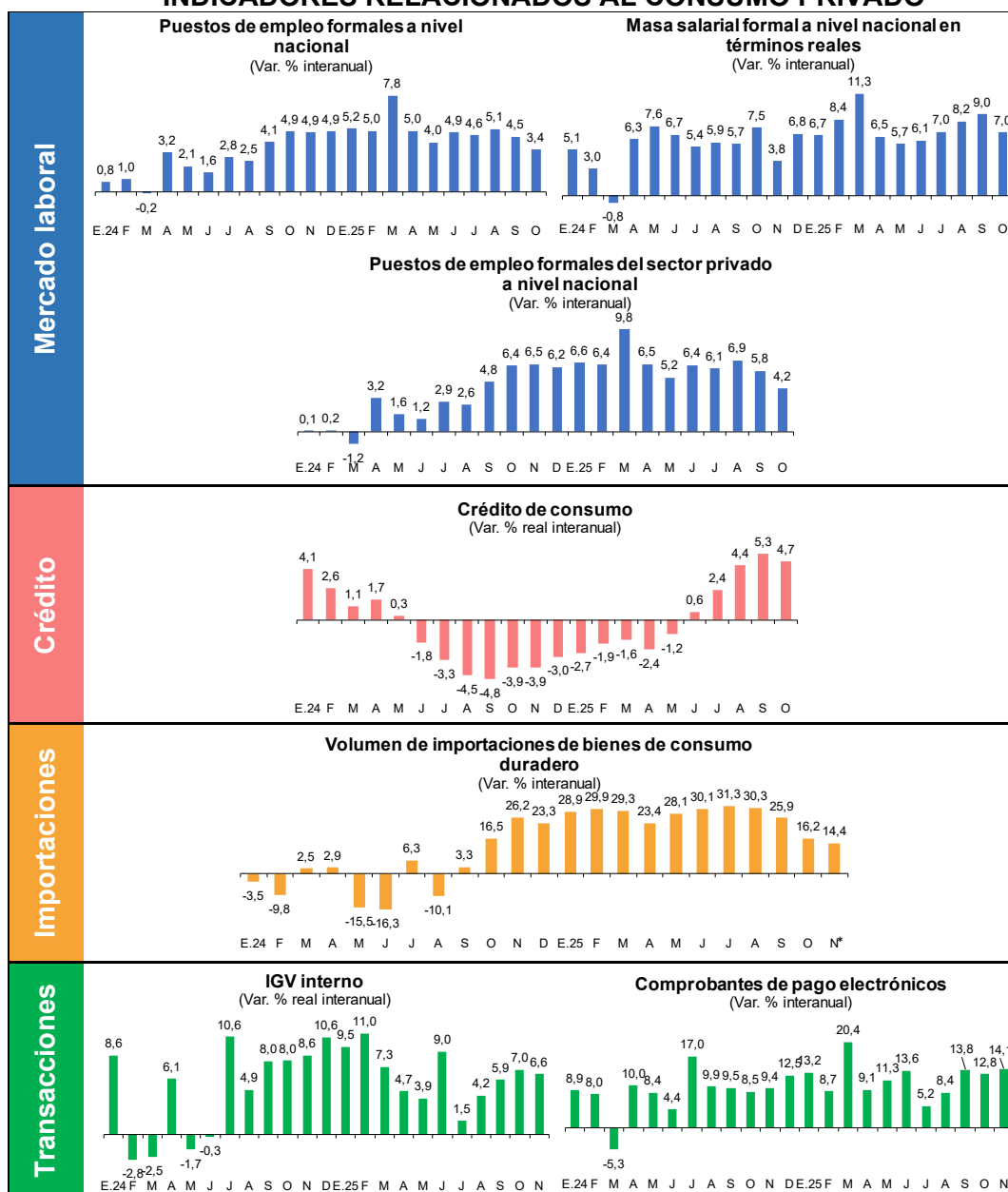
El crédito de consumo en términos reales comenzó a registrar tasas de crecimiento positivas desde junio. Según rubros, destacó la recuperación del crédito en moneda nacional en los segmentos de crédito vehicular y tarjetas de crédito, por su parte el crédito en moneda extranjera continuó expandiéndose. Estos avances se dieron en un entorno de bajos niveles de inflación, crecimiento sólido del empleo, los cuales

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

inciden positivamente en la capacidad de pago de los hogares, así como mejores condiciones de financiamiento.

El volumen de importación de bienes de consumo duradero ha mantenido un ritmo de expansión de dos dígitos, explicado fundamentalmente por el rubro de automóviles, dinámica que también se reflejó en el fuerte incremento de las ventas internas de vehículos nuevos. Por su parte, los indicadores transaccionales, como el IGV interno y los comprobantes de pago, continuaron registrando incrementos.

Gráfico 50
INDICADORES RELACIONADOS AL CONSUMO PRIVADO



*Preliminar.

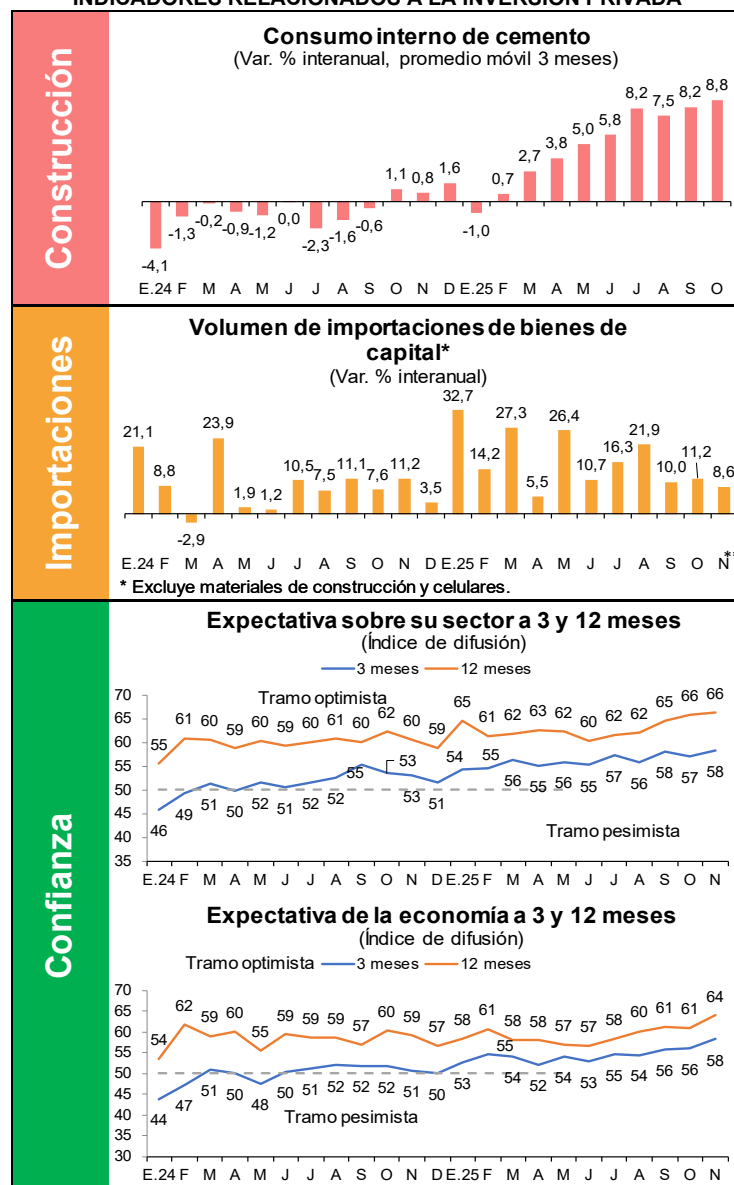
Fuente: BCRP, INEI y Sunat.

47. Los indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada han mostrado una tendencia favorable en los últimos meses.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Por un lado, las expectativas de la economía y del sector a 3 y 12 meses han logrado consolidarse dentro del terreno optimista, evidenciando una trayectoria de recuperación sostenida durante el año. Asimismo, el volumen importado de bienes de capital (excluyendo materiales de construcción y celulares) ha moderado su tasa de crecimiento, pero aún continúa mostrando tasas de crecimiento de dos dígitos. De manera complementaria, el consumo interno de cemento, medido como el cambio interanual del promedio móvil tres meses, mantiene una tendencia creciente, asociado principalmente al dinamismo del segmento autoconstrucción y del sector inmobiliario, así como al avance de obras privadas y públicas.

Gráfico 51
INDICADORES RELACIONADOS A LA INVERSIÓN PRIVADA



** Preliminar.

Fuente: BCRP, Sunat y empresas cementeras.

48. La **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** de noviembre muestra que los agentes de la economía esperan un crecimiento entre 3,1 y 3,2 por ciento del PBI para 2025 y entre 3,0 y 3,3 por ciento para 2026 y 2027.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 20
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS:
CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

	RI Jun.25	RI Set.25	RI Dic.25*
Sistema Financiero			
2025	3,1	3,1	3,2
2026	2,8	2,9	3,0
2027			3,0
Analistas Económicos			
2025	3,0	3,0	3,2
2026	2,8	2,9	3,0
2027			3,0
Empresas No Financieras			
2025	3,2	3,0	3,1
2026	3,0	3,0	3,1
2027			3,3

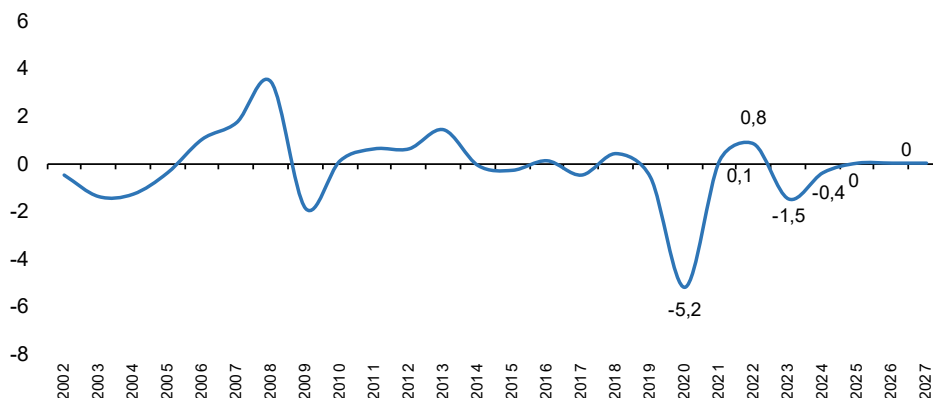
* Encuesta realizada al 28 de noviembre.

Fuente: BCRP.

49. Se estima que la **brecha del producto**, definida como la diferencia entre el PBI y el PBI potencial, revirtió en 2024 gran parte de la reducción que registró en 2023, producto de los choques de oferta y sus impactos de segunda vuelta en los ingresos y la confianza empresarial. Con ello, se espera que la brecha del producto negativa de 0,4 por ciento del PBI potencial termine de cerrar en 2025, y la economía se mantenga en su nivel potencial en 2026 y 2027. El crecimiento del PBI potencial acorde con esta proyección es de 2,8 por ciento para 2025 y 3,0 por ciento para 2026 y 2027.

La proyección del PBI potencial considera la evolución observada y esperada de la inversión, en un contexto de confianza empresarial y condiciones financieras favorables. Asimismo, contempla una recuperación de la productividad, impulsada por la disipación de choques de oferta. Para lograr un mayor crecimiento del PBI potencial en el mediano plazo, será necesario avanzar en reformas económicas y mantener un entorno político y social estable.

Gráfico 52
BRECHA DEL PRODUCTO
(Porcentaje del PBI potencial)



Nota: El PBI potencial es una variable no observable, por tanto, la serie de la brecha del producto es preliminar y está calculada en base a la última información disponible al momento de la elaboración del presente Reporte de Inflación.

Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

50. El **consumo privado** se expandió 3,6 por ciento interanual en el tercer trimestre, tasa similar respecto al trimestre anterior, acumulando ocho trimestres consecutivos de expansión. El desempeño se debió a la solidez del mercado laboral y una inflación controlada, factores que impulsaron la masa salarial formal real y permitieron una recuperación del poder adquisitivo de los hogares. Este entorno se vio reflejado en el avance positivo de indicadores del consumo, destacando la recuperación del crédito de consumo, el aumento de las importaciones de bienes de consumo duradero, el aumento del volumen de ventas de vehículos y las mayores ventas de consumo masivo, particularmente de servicios.

Para 2025 se espera que el consumo privado crezca 3,6 por ciento, tasa mayor a la prevista en el Reporte de setiembre, en línea con el desempeño que mantienen los indicadores contemporáneos y adelantados a la fecha, así como la mejora en la perspectiva de los términos de intercambio, que impactaría positivamente en el nivel de ingresos de la economía. Para 2026 y 2027 se espera que el consumo privado se expanda en 3,0 por ciento, asumiendo un entorno de estabilidad sociopolítica y macroeconómica.

51. La **inversión privada** creció 11,4 por ciento interanual en el tercer trimestre de 2025, impulsada principalmente por el dinamismo de la inversión no residencial, sostenida fundamentalmente por el repunte de la inversión minera, principalmente por mayores desembolsos hacia proyectos de infraestructura, y el buen desempeño del rubro no minero. Este desempeño positivo se desarrolló en un entorno de confianza empresarial y una reducción de las tasas de interés activas, particularmente en el segmento corporativo y de grandes empresas. La inversión residencial, por su parte, se vio respaldada por el dinamismo del segmento de autoconstrucción, en línea con la recuperación de ingresos de los hogares, la reducción de precios de materiales de construcción y el crecimiento de los créditos hipotecarios.

Para 2025, se prevé que la inversión privada total crezca 9,5 por ciento, tasa superior a la proyectada en setiembre, y la más alta desde 2012, excluyendo el rebote estadístico de 2021. Esta revisión respondería a un mejor desempeño de la inversión no residencial del que se tenía previsto, destacando la aceleración en la tasa de crecimiento de la inversión minera, rubro que en el tercer trimestre alcanzó su tasa más alta desde fines de 2021; desarrollo que se suscitó en un contexto de altos precios de metales que favoreció las utilidades de las empresas y su reinversión. A ello se suman el avance de la inversión no residencial no minera, impulsado por la ejecución de grandes proyectos de infraestructura, principalmente en los sectores de transporte, telecomunicaciones y electricidad, el inicio de obras en proyectos APP adjudicados en años previos, así como los mayores desembolsos orientados a la ampliación y renovación de la capacidad instalada en el ámbito de los sectores no mineros, en concordancia con el crecimiento observado de las importaciones de bienes de capital y construcción.

Para 2026 y 2027 se estima que la inversión privada crezca 5,0 por ciento, principalmente impulsada por la inversión no residencial, bajo un escenario de continuidad de los proyectos de infraestructura en marcha.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 21
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación porcentual real)

	Peso respecto al PBI del 2024 ^{1/}	2019	2021	2022	2023	2024	2025*		2026*		2027*
							RI Set.25	RI Dic.25	RI Set.25	RI Dic.25	RI Dic.25
Inversión privada	19,3	5,1	35,2	0,0	-6,1	3,3	6,5	9,5	3,5	5,0	5,0
Inversión residencial	5,9	4,7	35,4	-0,3	-8,8	1,2	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Inversión no residencial	13,4	5,3	35,1	0,2	-4,8	4,2	7,9	12,4	3,7	5,8	5,8
Inversión minera	1,9	19,0	21,7	-7,3	-8,5	0,9	4,9	7,3	2,4	6,1	1,2
Inversión no minera	11,5	2,3	38,2	1,7	-4,1	4,8	8,4	13,3	3,9	5,7	6,5

1/ A precios de 2007

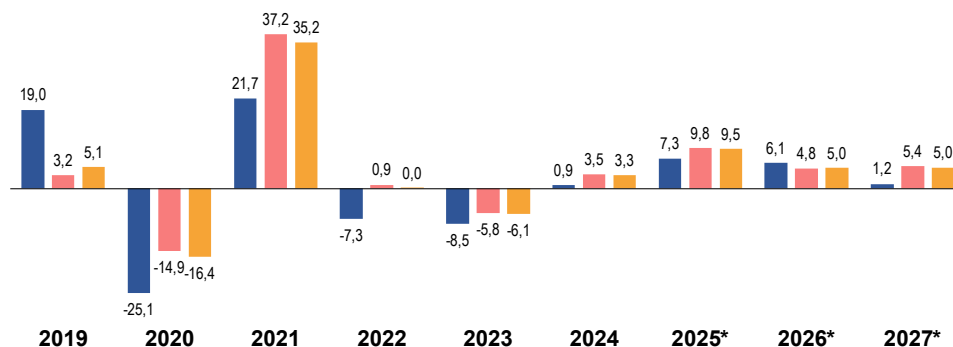
RI: Reporte de Inflación.

*Proyección.

Fuente: BCRP.

Gráfico 53
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación % real)

■ Minera ■ No minera ■ Total



*Proyección.

Fuente: BCRP.

- En el **sector minero**, las inversiones en el periodo enero – octubre de 2025 ascendieron a USD 4 482 millones, principalmente de las empresas Southern Peru CC (USD 423 millones), Las Bambas (USD 415 millones) y Antamina (USD 385 millones). La proyección para el periodo 2026-2027 considera la construcción de Tía María y Reposición Antamina, así como el desarrollo de Reposición Ferrobamba.
- En los **sectores no mineros** destaca el avance de las obras de la Línea 2 y de un ramal de la Línea 4 del Metro de Lima, con una inversión de USD 5,3 mil millones. En lo que respecta a los 27 kilómetros del trazo de la Línea 2, se ha construido más de 23 kilómetros, con lo cual queda sólo por culminar el tramo entre las estaciones Elio e Insurgentes, en el Callao. Cabe mencionar que la Línea 2 del metro presta servicios de transporte en la Etapa 1A (cinco kilómetros) en los distritos de Ate y Santa Anita desde diciembre del 2023 y ha movilizado a más de 26 millones de usuarios (con un promedio de 60 mil pasajeros por día).

En Telecomunicaciones, Entel Perú está invirtiendo en la expansión de la cobertura de servicios móviles con tecnologías 4G y 5G en provincias. En Electricidad, el Consorcio Eléctrico Yapay se encuentra desarrollando la línea de transmisión Enlace 500 kV Huánuco - Tocache - Celendín – Trujillo (USD 335 millones) y continúan las obras y el equipamiento de la Central Solar Planta

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Fotovoltaica IIIa (USD 342 millones). En 2026, se iniciaría la construcción del Anillo Vial Periférico de Lima cuya inversión ascendería a USD 2,3 mil millones (la inversión total proyectada de USD 3,4 mil millones incluye la adquisición de predios y otros gastos asociados a su puesta en marcha).

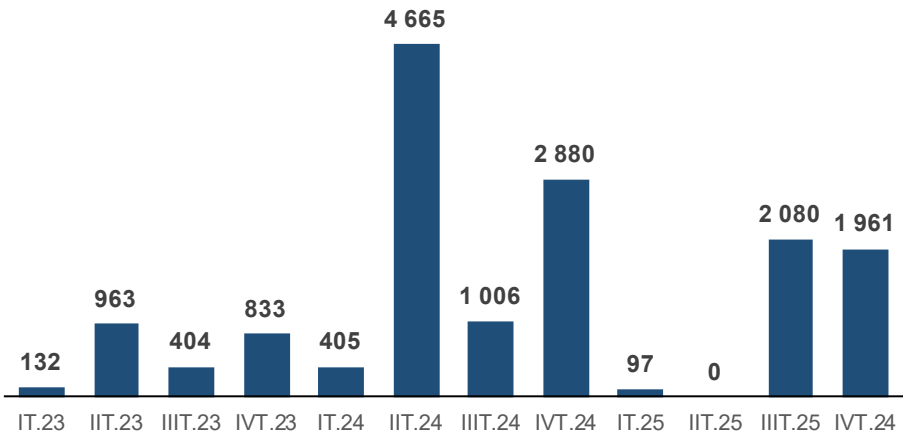
Cuadro 22
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2026 - 2027

Sector	Empresa/Consortio	Proyecto
MINERÍA	Antamina	Reposición Antamina
	Southern Peru CC	Tía María
	Las Bambas	Reposición Ferrobamba
HIDROCARBUROS	Cálidda Gas Natural del Perú	Masificación del gas natural
	Promigas Perú	Distribución de gas natural
ELECTRICIDAD	Huallaga Hydro	Planta Hidroeléctrica Huallaga I
	Luz del Sur	Planta Hidroeléctrica Santa Teresa II
	Consortio Eléctrico Yapay	Enlace 500 kV Huánuco - Tocache - Celendín - Trujillo
	Joya Solar	Central Solar Planta Fotovoltaica IIIa
INDUSTRIA	Unacem	Programa de sostenibilidad ambiental
	Arca Continental Lindley	Programa de sostenibilidad ambiental
	Aceros Arequipa	Ampliación de capacidad de planta
	Siderperu	Ampliación de capacidad de planta
TRANSPORTE	Consortio Nuevo Metro de Lima	Línea 2 Metro de Lima
	Sociedad Concesionaria Anillo Vial	Anillo Vial Periférico de Lima
	Shougang Hierro Perú	Terminal Portuario San Nicolás (Marcona)
	APM Terminals	Modernización Muelle Norte del Callao
TELECOMUNICACIONES	América Móvil Perú	Redes de fibra óptica
	Entel Perú	Servicios Móviles con tecnología 4G y 5G

Nota: Proyectos de inversión que se encuentran en ejecución o que iniciarían en el período 2026 - 2027.
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

- c. Desde enero de 2023, ProInversión ha adjudicado proyectos por un total de USD 15 425 millones. Estos proyectos comprenden principalmente mejoras en el sector transporte (USD 5 543 millones) y líneas de transmisión eléctrica (USD 2 480 millones). La última adjudicación corresponde a la firma de la Adenda del Puerto de Matarani y la adjudicación del Parque Industrial de Ancón.

Gráfico 54
PROYECTOS ADJUDICADOS POR PROINVERSIÓN: 2023-2025
(Millones de USD)



Nota: Incluye firma de adendas en el período.
Fuente: Proinversión.
Información actualizada al 15 de diciembre de 2025.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 23

PROYECTOS ADJUDICADOS POR PROINVERSIÓN (Millones de USD)

Año	Trimestre	Proyecto	Sector	Tipo de iniciativa	Inversión Proyectada (Sin IGV)
2023	I Trimestre	Enlace 220 kv Ica – Poroma, ampliaciones y subestaciones y ITC Enlace 220 kv Cacic – Jaen Norte (2 circuitos), ampliaciones y subestaciones	Electricidad	Estatad Autofinanciada	132
	II Trimestre	Concesión del servicio público de telecomunicaciones a nivel nacional en los rangos de frecuencias 1 750–1 780 MHz y 2 150–2 180 MHz y 2 300–2 330 MHz	Telecomunicac iones	Estatad Proyecto en Activos	640
		Hospital Especializado en la Red Asistencial Piura de ESSALUD (Piura) y Hospital Especializado Chimbote en la Red Asistencial Ancash de ESSALUD (Ancash)	Salud	Estatad Cofinanciada	323
		Línea de Transmisión 500 kv Subestación Piura Nueva-Frontera (Segunda Convocatoria)	Electricidad	Estatad Autofinanciada	223
	III Trimestre	Ampliaciones y subestaciones: Enlace 500 kv San José – Yarabamba, ITC Enlace 220 kv Piura Nueva – Colán, ITC Enlace 220 kv Belaunde Terry – Tarapoto Norte (2 circuitos) e ITC SE Lambayeque Norte 220 kv con seccionamiento de la LT 220 kv Chiclayo Oeste – La Niña/ Felam. Subestación Piura Este de 220/60/22.9 kv	Electricidad	Estatad Autofinanciada	181
	IV Trimestre	Enlace 500 kv Huánuco – Tocache – Celendín– Trujillo, ampliaciones y subestaciones y Enlace 500 kv Celendín – Piura, ampliaciones y subestaciones	Electricidad	Estatad Autofinanciada	833
2024	I Trimestre	Nuevo Terminal Portuario de San Juan de Marcona	Puertos	Privada Autofinanciada	405
	II Trimestre	Anillo Vial Periférico	Transporte	Privada Cofinanciada	3 396
		Grupo 1 de Proyectos de Transmisión Eléctrica (Ica y Arequipa)	Electricidad	Estatad Autofinanciada	329
		Adenda al contrato de transferencia de la concesión minera Bayovar	Minería	Adenda	940
	III Trimestre	Modernización del ferrocarril Huancayo - Huancavelica	Transporte	Estatad Cofinanciada	565
		Grupo 2 de Proyectos de Transmisión Eléctrica (Lima, Ica y Ayacucho)	Electricidad	Estatad Autofinanciada	441
	IV Trimestre	Grupo 4 de Proyectos de Transmisión Eléctrica (Áncash, Junín y Ucayali)	Electricidad	Estatad Autofinanciada	127
		Proyecto Minero El Algarrobo	Minería	PA - Privada Autofinanciada	2 753
2025	I Trimestre	Proyecto de Planta de tratamiento de aguas residuales - PTAR Chíncha	Saneamiento	Privada Cofinanciada	97
	II Trimestre	-	-	-	-
	III Trimestre	Op. y Mant. del Nuevo Hospital de Emergencias de Villa El Salvador	Salud	Estatad Cofinanciada	284
		Longitudinal de la Sierra Tramo 4	Transporte	Estatad Cofinanciada	1 582
		Grupo 3 del Plan de Transmisión 2023 - 2032	Electricidad	Estatad - Autofinanciada	214
	IV Trimestre*	Adenda Puerto de Matarani	Puertos	Adenda	700
		Parque Industrial de Ancón	Inmuebles	PA - Estatal Autofinanciada	1 261
Acumulado					15 425

Nota: Inversión proyectada corresponde a la inversión ofertada por la empresa/consorcio que se adjudicó el proyecto. Se consideran los montos referenciales para los proyectos del sector electricidad. Incluye firma de adendas con intervención de ProInversión. PA=Proyecto en Activos.

(*) Datos al 15 de diciembre de 2025.

Fuente: ProInversión

- d. Al 15 de diciembre de 2025, ProInversión cuenta con una cartera de USD 25,5 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar para el período 2025-2028.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 24

PROYECTOS DE INVERSIÓN: CARTERA PARA EL 2025 - 2028

(Millones de USD)

	Inversión estimada
Por adjudicar	25 474
17 Proyectos de Conservación de la Red Vial Nacional (corredores viales)	4 390
Sistema Integrado de Transporte del Gas - Zona Sur del Perú	4 321
Proyecto Chinecas	3 800
Instituto de Estudios Políticos Andinos (IEPA) Sechura	2 157
8 proyectos de Planta de tratamiento de aguas residuales - PTAR	1 952
Vía de evitamiento Ciudad Cusco	738
Nuevo hospital militar central	726
Obras de Cabecera para abastecimiento de agua en Lima (1era fase)	696
Servicio de saneamiento en 7 provincias	644
Colegios en Riesgo (Lima Metropolitana)	504
Colegios en Riesgo (Otros distritos Lima)	488
III Etapa del Proyecto Chavimochic	450
Terminal Portuario Chimbote	447
Grupo 2 - Proyectos eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	444
Teleférico Choquequirao	363
Nuevo terminal portuario de Pucallpa	336
Tercer grupo de aeropuertos	315
Grupo 1 - Proyectos eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	252
Hospital Hipólito Unanue (modernización)	250
Gestión del Instituto de Salud del Niño - San Borja	233
Nuevos terminales portuarios de Loreto (Saramirza e Iquitos)	205
Hospital de Sullana (operación y mantenimiento)	193
Servicio de agua potable en Cajamarca	180
Carretera Buenos Aires Canchaque - Huancabamba (Región Piura)	179
Gestión de Residuos Sólidos - GIRSE en hospitales de Lima	179
Desaladora Ilo	174
Grupo 3 – Proyectos Eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	137
Saneamiento Rural de Loreto	130
Grupo 4 - Proyectos eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	122
Reforzamiento de Infraestructura, Equipamiento y Mantenimiento Colegios de Cusco	99
Proyecto de agua - Tumbes	90
Centro de convenciones de Lima (operación y mantenimiento)	88
Masificación del uso de gas natural a nivel nacional - Concesión Suroeste	60
Desaladora Lambayeque	49
Teleférico Cerro Azoguini – Lago Titicaca	35
Teleférico Huascarán	30
Centro Comercial El Pinar	17

Nota: Inversión estimada sin IGV. El monto incluye el valor de inversión (CAPEX) y los gastos de OPEX de los primeros 10 años de la etapa operativa.

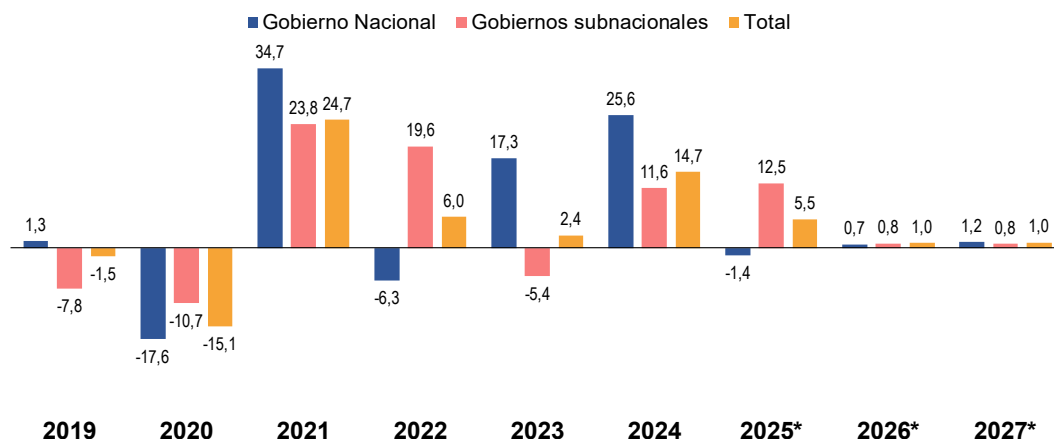
Fuente: Proinversión

52. La **inversión pública** aumentó un 4,8 por ciento real interanual en el tercer trimestre, explicado principalmente por el aumento de la inversión de los Gobiernos Subnacionales, cuya tasa de expansión se aceleró de 3,7 a 17,9 por ciento entre el segundo y tercer trimestre, aunque fue parcialmente contrarrestada por el retroceso de la inversión del Gobierno Nacional, debido a menores desembolsos en proyectos a cargo de la Autoridad Nacional de la Infraestructura (ANIN) y en Escuelas Bicentenario.

En comparación con el Reporte de setiembre, se revisa a la baja el crecimiento de la inversión pública para 2025 de 6,5 a 5,5 por ciento, dado la menor ejecución observada a nivel del Gobierno Nacional. Por su parte, para el horizonte 2026-2027, se estima una expansión moderada de 1,0 por ciento, en línea con un escenario de consolidación de las finanzas públicas.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 55
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variación % real)



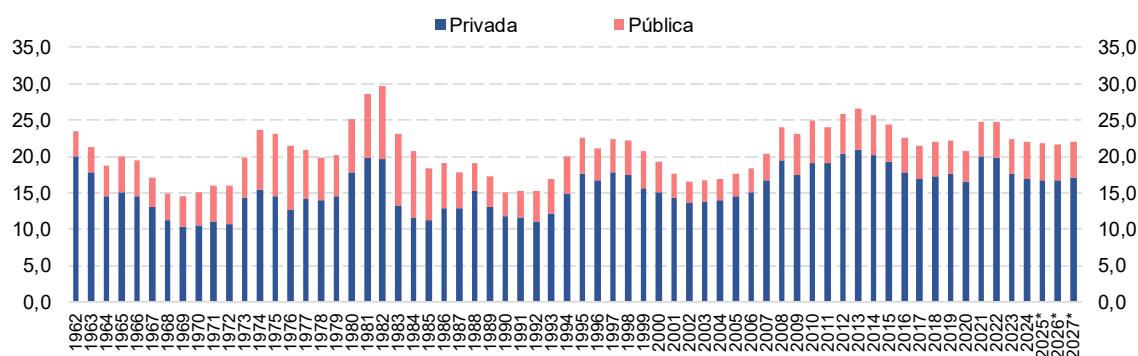
Nota: La inversión pública está compuesta por la inversión del Gobierno Nacional, de los gobiernos subnacionales y la inversión de las empresas públicas no financieras.

*Proyección.

Fuente: BCRP.

53. La **inversión bruta fija** en términos del PBI bajó ligeramente entre 2023 y 2024 desde 22,5 a 22,1 por ciento del producto. A pesar del crecimiento real de la inversión tanto pública como privada, los precios del producto total aumentaron más que los precios de los bienes de capital privado, lo que determinó que el ratio nominal caiga. Se estima que este indicador disminuya a 21,9 por ciento del PBI en 2025 y se mantenga en ese nivel para 2027.

Gráfico 56
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2027
(Porcentaje del PBI)



*Proyección.

Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

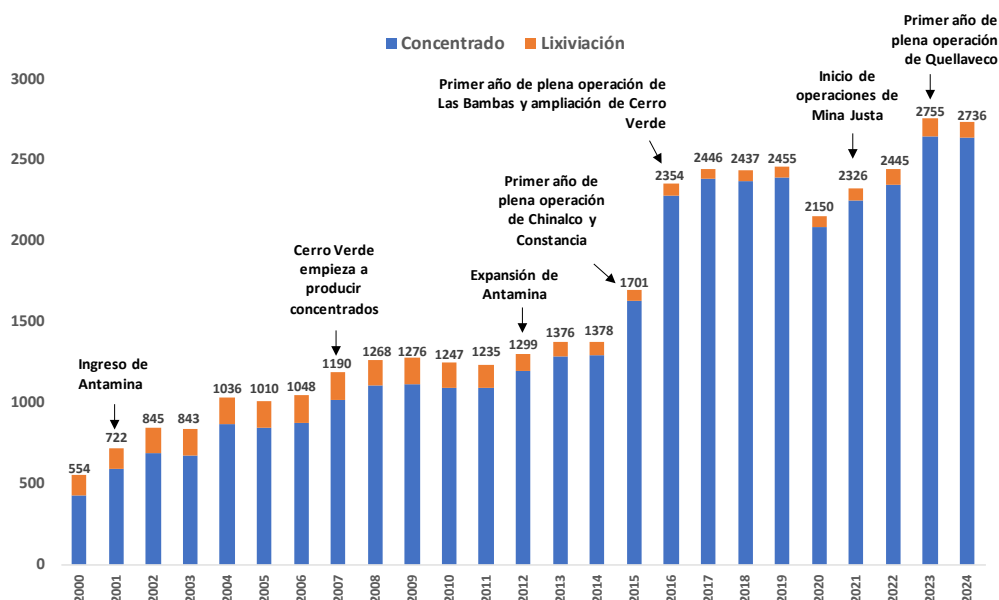
Recuadro 3 Potencial de producción de cobre

En 2024, el Perú alcanzó una producción de 2 736 mil TM de cobre (concentrado y cátodos), consolidándose como uno de los principales productores mundiales. El análisis de la Cartera de Proyectos de Inversión Minera del Ministerio de Energía y Minas (MINEM) muestra que es técnicamente posible duplicar esta producción durante los próximos años, siempre que los proyectos mineros previstos —principalmente los de tipo Greenfield— logren ejecutarse. La cartera identifica un potencial adicional de 3 250 mil TM, superando ampliamente la producción de 2024. Este crecimiento requeriría una inversión cercana a USD 47 mil millones, de los cuales el 75 por ciento corresponde a proyectos Greenfield. Entre los proyectos con mayor capacidad de producción destacan Yanacocha Sulfuros, La Granja, Michiquillay y Tía María, todos con volúmenes importantes de extracción de cobre, pero en distintas etapas de desarrollo. En general, la mayoría de los proyectos se encuentran aún en fases iniciales, lo que implica un horizonte temporal largo y dependiente de condiciones coyunturales.

Contexto y tendencia

La producción de cobre en el Perú tiene una tendencia positiva, debido principalmente al ingreso operacional de grandes proyectos mineros. Entre los más importantes destacan el ingreso a producción de Antamina, Chinalco, Las Bambas, Constancia y, recientemente, Mina Justa y Quellaveco.

Producción de cobre (en miles de TM)

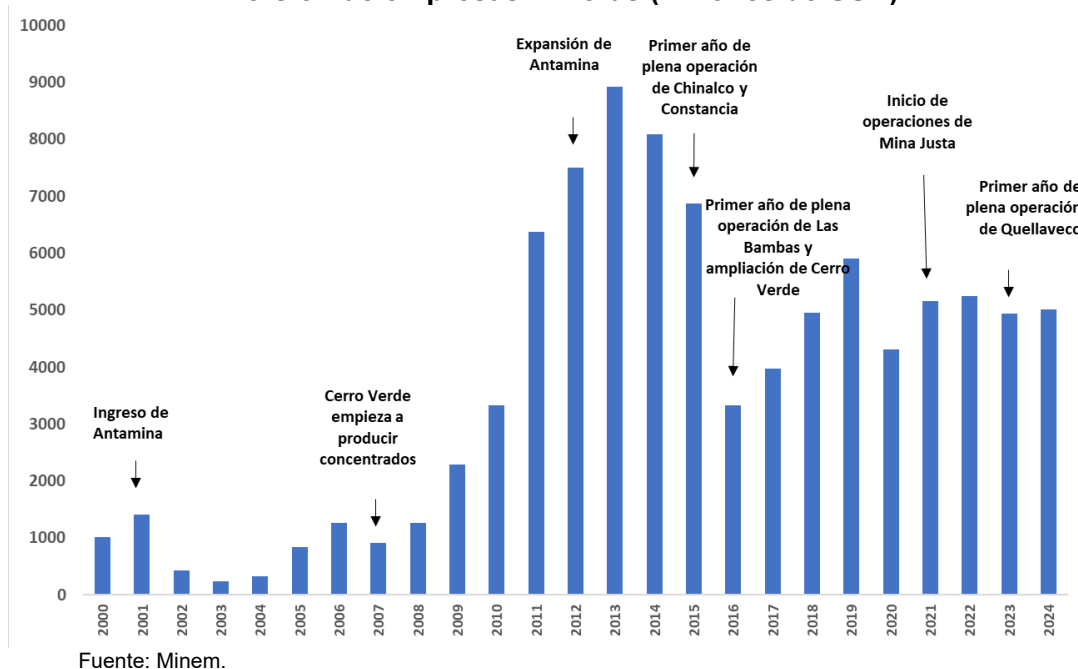


Fuente: Minem.

Este incremento en la producción minera estuvo acompañado de un importante proceso de inversión privada. La puesta en marcha de megaproyectos estuvo asociada con un gasto destinado a la adquisición de equipos y el desarrollo de la infraestructura necesaria para la explotación de diversos tipos de minerales, en particular del cobre.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Inversión de empresas mineras (Millones de USD)



Tipos y etapas de los proyectos mineros

Existen dos tipos de proyectos: *Greenfield* y *Brownfield*. Los *Greenfield* se inician desde cero en zonas donde no existen operaciones previas, por lo que requieren nueva infraestructura, estudios ambientales, mayores inversiones, y plazos más largos de desarrollo. Por su parte, los proyectos *Brownfield* se construyen sobre o cerca de operaciones mineras ya existentes, aprovechando la infraestructura, servicios y conocimiento previo del yacimiento, lo que reduce costos, riesgos y tiempos de ejecución. A su vez, los *Brownfield* puede ser proyectos ligados a mantener los niveles de producción que se deterioran naturalmente por la disminución de las leyes mineras (reposición) o a incrementar la producción (ampliaciones y optimizaciones).

Según la clasificación del MINEM, los proyectos tienen las siguientes etapas de desarrollo:

- Conceptual: comprende la elaboración de estudios económicos preliminares orientados a definir los recursos minerales.
- Pre-factibilidad: proyectos que han iniciado la elaboración del Estudio de Impacto Ambiental detallado para actividades de explotación, así como el desarrollo y culminación de los estudios de pre-factibilidad.
- Factibilidad: son proyectos con estudios de factibilidad en curso o concluidos, además de contar con la aprobación del Estudio de Impacto Ambiental por parte del SENACE.
- Ingeniería de detalle: son proyectos que, como mínimo, han ingresado al MINEM la solicitud de Autorización de Inicio de Actividades de Explotación o la solicitud de Concesión y Autorización de Concesión de Beneficio.
- Ejecución: son proyectos que ya iniciaron o están próximos a iniciar las inversiones principales para su desarrollo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cartera de proyectos mineros

La cartera de proyectos mineros del MINEM tiene el potencial de duplicar la producción de cobre de 2024, tan sólo implementando los proyectos *Greenfield*. El siguiente cuadro muestra que la inversión asociada para alcanzar más del doble de los niveles de producción de cobre de 2024 sería de USD 35 mil millones. El cuadro también muestra que además se tienen en cartera USD 11 mil millones en proyectos *Brownfield*.

De llevarse a cabo todos estos proyectos, la producción adicional de cobre representaría el 6,5 por ciento del PBI a lo largo de la vida útil de las minas. Desde el lado del gasto, su puesta en marcha representaría un monto de inversión privada equivalente al 15,7 por ciento del PBI. Además, la puesta en marcha de esta parte de la cartera del MINEM también implicaría la extracción de otros minerales. La mayoría de los proyectos se encuentran en las etapas iniciales de su desarrollo.

Proyectos de cobre de la cartera del MINEM

Proyectos	Producción anual (Miles de TM)	Capex (USD Millones)
Greenfield	2 234	35 112
Brownfield	1 015	11 475
Total	3 250	46 587

* La producción de cobre fue 2 736 miles de TM en 2024.

Fuente: Minem y BCRP.

El cuadro a continuación muestra los proyectos *Greenfield* que producirán cobre, ya sea como producto principal o como subproducto. Los proyectos que destacan por su mayor potencial extractivo son La Granja, Michiquillay y Río Blanco. El Cuadro 3 presenta la lista de proyectos *Brownfield* destinados a incrementar la producción de la unidad minera (se excluyen aquellos proyectos enfocados en mantener su nivel de producción) entre los cuales destaca Yanacocha Sulfuros, Coimolache Sulfuros, La Arena II, Optimización Cerro Verde y Ampliación Quellaveco.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cartera de proyectos Greenfield

	Producción anual (Miles de TM)	Capex (USD Millones)	Etapas	Inicio de operaciones
Concentrados de cobre	1 948			
La Granja	500	2 400	Conceptual	n.d
Michiquillay	225	2 500	Conceptual	2032
Río Blanco	200	2 792	Factibilidad	n.d
Haquira	200	1 860	Pre-factibilidad	n.d
El Galeno	144	3 500	Pre-factibilidad	n.d
Los Chancas	130	2 600	Pre-factibilidad	2031
Conga	88	4 800	Factibilidad	n.d
Quechua	76	1 290	Pre-factibilidad	n.d
Zafranal	76	1 900	Factibilidad	2029
Cotabambas	73	1 486	Pre-factibilidad	n.d
Magistral	55	493	Factibilidad	n.d
Los Calatos	55	655	Pre-factibilidad	2029
Cañariaco	55	2 160	Pre-factibilidad	n.d
Don Javier	34	600	Conceptual	n.d
Ariana	26	140	Ejecución Suspendida	n.d
Pampa de Pongo	6	1 781	Factibilidad	2028
Pukaqaqa	5	655	Pre-factibilidad	n.d
Cátodos de cobre	286			
Tía María	120	1 802	Ejecución	2027
Trapiche	60	1 038	Factibilidad	2031
Planta de cobre Río Seco	40	410	Factibilidad	n.d
Haquira	36			
Antilla	30	250	Pre-factibilidad	n.d
Total	2 234	35 112		

Fuente: MINEM

n.d: no disponible

Cartera de proyectos Brownfield

Proyecto	Producción 2024 (miles de TM)	Capex (USD Millones)	Producción anual adicional (Miles de TM)	Etapas
Mina Justa Subterránea	33	500	n.d	Factibilidad
Ampliación Cobriza	15	93	n.d	Pre-factibilidad
Ampliación Yauricocha	9	235	n.d	Conceptual
Ampliación Huarón	5	118	n.d	Factibilidad
Ampliación Contonga	3	362	n.d	Pre-factibilidad
Yanacocha Sulfuros *	n.d	2 500	544	Conceptual
Coimolache Sulfuros	n.d	598	105	Pre-factibilidad
Integración Corocohuayco	146	1 500	100	Pre-factibilidad
La Arena II **	n.d	1 346	100	Factibilidad
Optimización Cerro Verde	415	2 100	61	Conceptual
Ampliación Cuajone***	166	605	45	Factibilidad
Ampliación Quellaveco***	306	850	44	Ingeniería de detalle
Optimización Constancia	99	500	16	Conceptual
Ampliación Huachocolpa	1	168	0	Conceptual
Total	1 198	11 475	1 015	

Fuente: MINEM

n.d: no disponible

*Nivel de producción obtenida de Directorio Minero-Energético 2020 de Energiminas

**Nivel de producción obtenido a través de las comunicaciones de Zijin.

***Producción anual adicional estimada en base a los incrementos en la capacidad de procesamiento diario.

Principales proyectos mineros

Entre los proyectos con mayor potencial de extracción de cobre destacan Yanacocha Sulfuros, La Granja, Michiquillay y Tía María.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

El proyecto Yanacocha Sulfuros de la empresa Minera Yanacocha se centra en el desarrollo de los yacimientos Yanacocha Verde y Chaquicocha, con lo cual se busca extender las operaciones de la empresa hasta el 2040. El objetivo inicial es el desarrollo de los yacimientos de sulfuros a través de un circuito de procesamiento integrado que permita producir 45 por ciento de oro, 45 por ciento de cobre y 10 por ciento de plata. El proyecto se encuentra en la etapa de Ingeniería de Detalle⁶, sin embargo, Newmont (principal accionista de Minera Yanacocha) anunció en junio de 2023 que retrasaría la inversión en el proyecto durante al menos dos años para avanzar con su estrategia de optimización de su portafolio.

La Granja es uno de los mayores depósitos de cobre no desarrollados del mundo y se encuentra concesionada por la Minera La Granja. Rio Tinto, accionista de la empresa, ha operado el Proyecto desde 2006 llevando a cabo un extenso programa de perforación con más de 300 mil metros perforados, que ampliaron significativamente los recursos mineros.⁷ El proyecto se encuentra en la cartera del MINEM en la etapa Conceptual, es decir, aún no cuenta con un Estudio de Impacto Ambiental detallado para actividades de explotación.⁸

Por su parte, Michiquillay es un proyecto con uno de los depósitos de cobre más importantes de Perú, concesionada a Southern Perú.⁹ Según la empresa, se está desarrollando los modelos requeridos para una estimación más precisa de los recursos minerales del depósito en base a la información geológica obtenida de sus programas de perforación. Además, se está llevando a cabo un estudio para determinar la mejor ubicación para una instalación de almacenamiento de relaves. El proyecto se encuentra en la cartera de MINEM en la etapa Conceptual, es decir, aún no cuenta con un Estudio de Impacto Ambiental detallado para actividades de explotación.¹⁰

El proyecto Tía María, a cargo también de Southern Perú, es el proyecto más importante en etapa de construcción en términos de producción de cobre y se espera que empiece sus operaciones en 2027.¹¹ En la fase inicial de construcción, se está por concluir los caminos de acceso y plataformas. Además, se está en el proceso de instalar un campamento temporal, compromisos en movimiento de tierras y en las actividades de apertura de minas. La empresa recibió la autorización para iniciar las actividades de explotación, con lo cual se anunció las actividades de pre-desbroce en La Tapada y el inicio de la construcción de los principales componentes del proyecto.

Limitantes al desarrollo de proyectos mineros

Los conflictos sociales suelen ser un limitante importante para el desarrollo de los proyectos mineros, ya que pueden generar paralizaciones, con pérdidas económicas

⁶ El proyecto cuenta con la Segunda Modificación del Estudio de Impacto Ambiental detallado, aprobada en diciembre de 2020. Asimismo, el proyecto cuenta con un Cuarto Informe Técnico Sustentatorio de la 2da MEIA-d, autorizada en diciembre de 2023.

⁷ En 2006, PROINVERSIÓN adjudicó el proyecto La Granja a Rio Tinto. En abril del 2023, Activos Mineros suscribió una nueva adenda al contrato de transferencia del proyecto, con la participación de PROINVERSIÓN, Rio Tinto Western Holdings y First Quantum Minerals. Con la incorporación de First Quantum se financiaría de manera conjunta los costos operativos y de capital del estudio de factibilidad y desarrollo del proyecto.

⁸ El proyecto cuenta con la conformidad al Segundo Informe Técnico Sustentatorio de la Décimo Segunda Modificación del Estudio de Impacto Ambiental semidetallado para actividades de exploración, aprobado en 2022. Adicionalmente, la empresa cuenta con la Décimo Tercera Modificación del Estudio de Impacto Ambiental semidetallado aprobada en 2023.

⁹ En junio del 2018, PROINVERSIÓN adjudicó a Southern Perú la adquisición del proyecto Michiquillay.

¹⁰ En julio de 2024 se dio conformidad al Primer Informe Técnico Sustentatorio del Estudio de Impacto Ambiental.

¹¹ El proyecto tiene el Estudio de Impacto Ambiental detallado para actividades de explotación, aprobado el 01 de agosto de 2014. Asimismo, tiene un Segundo Informe Técnico Sustentatorio del Estudio de Impacto Ambiental detallado aprobado en noviembre de 2024. En octubre de 2025, la empresa recibió la autorización para iniciar las actividades de explotación del Proyecto Tía María.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

significativas, y generar riesgos para la sostenibilidad del proyecto. Estos conflictos están asociados con preocupaciones ambientales, la distribución de beneficios, el uso de tierras y el recurso hídrico, impacto en la salud y actividades económicas de las comunidades aledañas y la falta de confianza en el Estado y las empresas desarrolladoras.

Las protestas de las comunidades y las poblaciones locales pueden detener las operaciones, resultando en pérdidas económicas importantes, como ocurrió por ejemplo en Conga. La oposición a un proyecto minero puede retrasar o impedir el acceso a los terrenos, aumentando los costos y los plazos de construcción, como es el caso de Tía María.

La tramitación de permisos ambientales es también un limitante para avanzar en las etapas de construcción de un proyecto minero. Proyectos tales como la Fase II de la expansión Toromocho o Reposición Antamina tuvieron que esperar entre cuatro y cinco años para la aprobación de la modificación del estudio de impacto ambiental detallado (MEIA-d), que es el último paso para pasar de la etapa de Factibilidad a la de Ingeniería de Detalle. Los permisos restantes, como la licencia de construcción, suelen demorar menos. El MEIA-d es aprobado por el Servicio Nacional de Certificación Ambiental para las Inversiones Sostenibles (SENACE) y suele tomar más tiempo que otros permisos por la complejidad de las evaluaciones.¹²

Conclusión

La economía peruana tiene el potencial geológico y la cartera de inversiones necesarias para duplicar su producción cuprífera. Sin embargo, lograrlo dependerá de mejoras en la gestión de conflictos sociales, mayor eficiencia regulatoria y coordinación efectiva entre el Estado, empresas y comunidades.

¹² La multiplicidad de regulaciones y la complejidad de las especialidades para la aprobación de los permisos pueden generar cuellos de botella y retrasos en el inicio de las operaciones. En esta etapa es importante evitar la duplicidad de opiniones y la rotación de funcionarios involucrados en el proyecto. También debe considerarse que en Perú los permisos y plazos para proyectos Brownfield son similares que para los Greenfield (en donde ya existen evaluaciones previas), lo cual no es eficiente. Fuente: <https://www.rumbominero.com/peru/noticias/mineria/snmpe-gran-autoridad-ambiental-tramitologia/>

Recuadro 4

El recambio varietal en la agroexportación peruana: los arándanos y la uva de mesa

El Perú ha ido incrementando su participación en el mercado mundial de la fruta fresca y se ubica como primer exportador mundial de arándanos, desde 2019; y de uva en 2023. Uno de los factores que ha impulsado el incremento de nuestra oferta de exportación es el recambio varietal, que consiste en reemplazar variedades agrícolas con material genético mejorado, que brinden mejores características en cuanto a calibre, sabor, textura y vida útil. Como este proceso aún no ha concluido, tanto el arándano como la uva de mesa de Perú aún tienen alto potencial de crecimiento en el mercado externo.

El recambio varietal posee un enfoque tanto comercial, para atender a cada mercado según su preferencia; como agrícola, para lograr altos rendimientos en el campo, adoptando mejoras tecnológicas. La diversificación de variedades permite al productor gestionar el riesgo de sobre oferta, ya que se obtienen productos en distintas ventanas comerciales, para atender distintos mercados.

Para analizar el comportamiento futuro de la agroexportación no sólo se debe monitorear la superficie sembrada, sino también el recambio varietal, tanto el que ya se ha realizado como aquel que está pendiente en las áreas certificadas para la exportación.

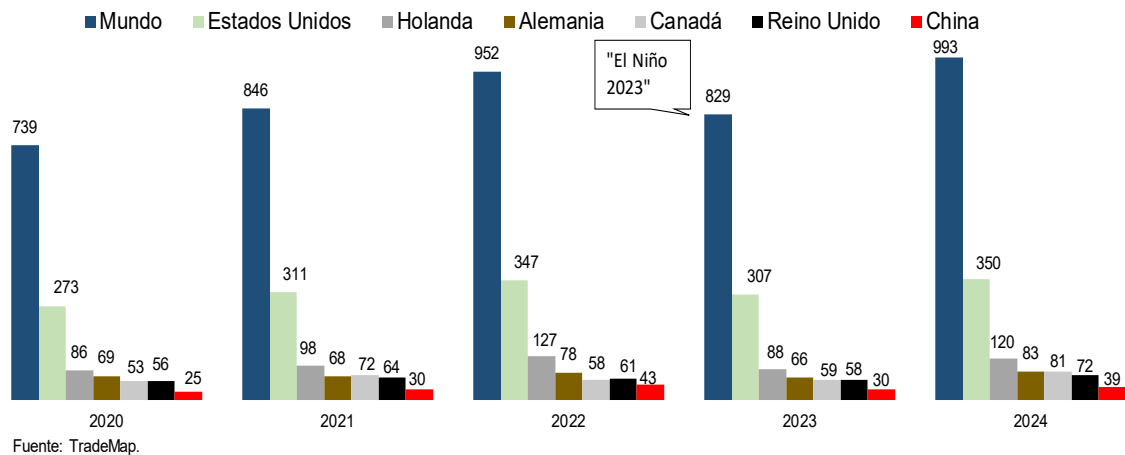
Arándanos

El arándano es una fruta de alto valor comercial respecto a otras frutas frescas de nuestra canasta exportadora. Se le percibe como un “super alimento”, una fruta “de alta gama”, por sus cualidades nutricionales y antioxidantes. Los precios promedio de exportación obtenidos en 2024 por un kilo de arándano (USD 7/Kg.) fueron mayores a los de la uva (USD 3/Kg.) o de la palta (USD 2/Kg.).

Las importaciones mundiales de arándano crecieron en promedio 11,5 por ciento en los últimos diez años. El principal comprador es Estados Unidos (35 por ciento del total en 2024). Otros destinos importantes son los países europeos y Canadá, mientras que los países asiáticos son emergentes.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Importaciones Mundiales de arándanos (Miles TM)

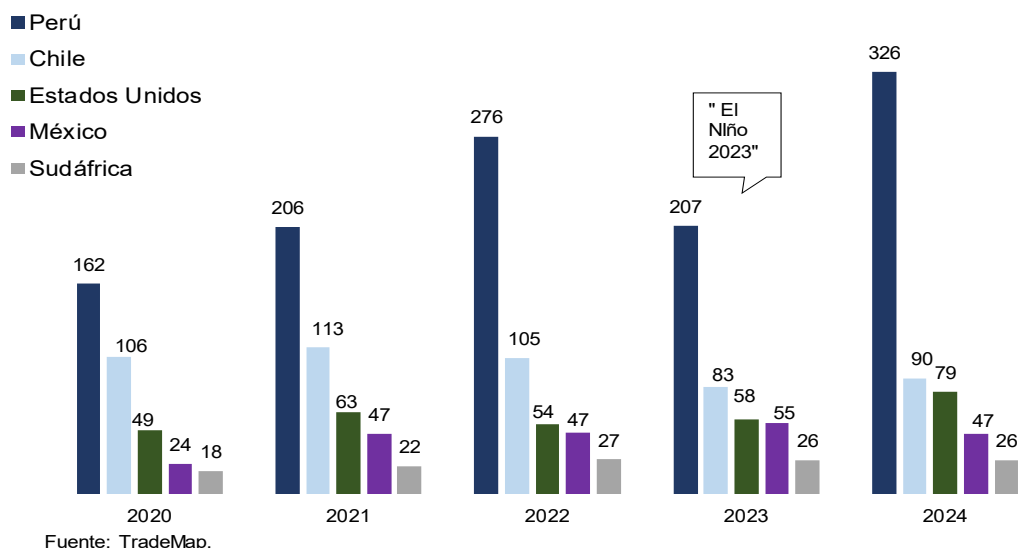


El arándano peruano tiene una ventana comercial de setiembre a diciembre, con una posibilidad de ampliación según el calendario de podas, que estimulan la fructificación. Esta baya se cultiva principalmente en la región costa, lo que permite la fase de maduración durante todo el año.

El Perú como país productor de arándanos pasó de tener una participación de 10 por ciento en el mercado internacional en 2017 a ser el primer exportador mundial en 2019, puesto que mantiene hasta 2024, desplazando a otros proveedores como Chile y Canadá.

En 2024, Perú exportó 326 mil toneladas, lo que representó el 31 por ciento de la oferta mundial. Luego de Perú se ubicaron Chile, Estados Unidos, México y Sudáfrica, con volúmenes menores a noventa mil toneladas anuales exportadas cada país.

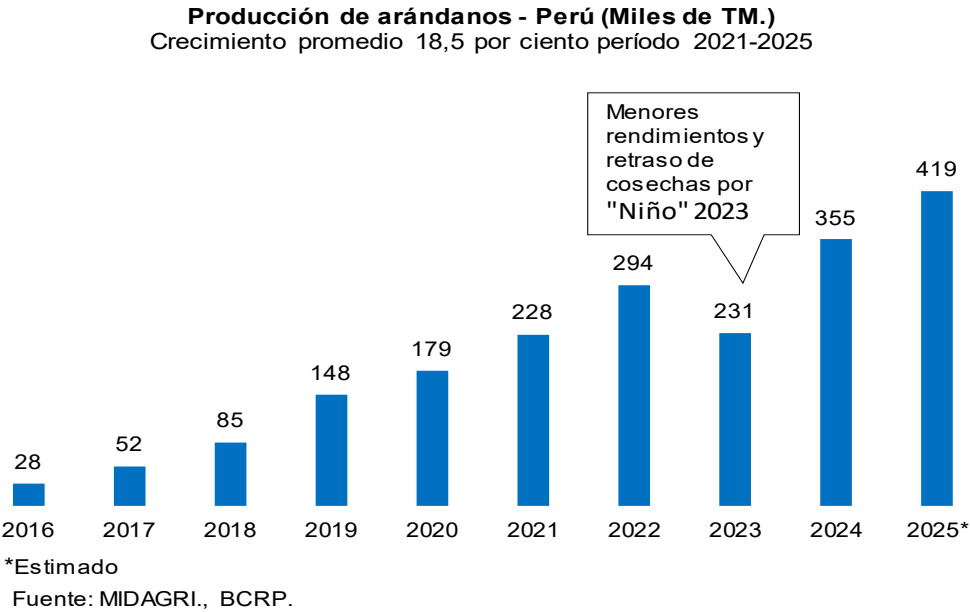
Exportaciones mundiales de arándanos (Miles TM)



En el Perú, inicialmente se cultivaban las variedades Biloxi y Ventura y gradualmente, se han ido incorporado diversas variedades. En el y, al 2024, seis de variedades concentran el 76 por ciento de las exportaciones (Ventura, Biloxi, Sekoya Pop, Rocío, Sekoya Beuty, y EB-92).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

A la par del recambio de variedades, entre 2015 y 2025 se registró un incremento sostenido en las áreas cosechadas de 44 por ciento promedio, lo que permitió un crecimiento de los volúmenes de producción de alrededor de 34 por ciento en promedio.



El potencial de crecimiento de la producción de arándanos está en el recambio varietal de más de 8 mil hectáreas certificadas que aún cuentan con variedades libres, y que representan cerca del 42 por ciento del total del área sembrada.

Perú: Área sembrada de arándanos, según variedades								
(Hectáreas)								
Campaña	Patentadas		Libres		Total		Peso (%)	
	Has.	Var. %	Has.	Var. %	Has.	Var. %	Patentadas	Libres
2020	2 835	41,0	10 888	22,3	13 722	25,8	20,7	79,3
2021	5 204	83,6	11 645	7,0	16 850	22,8	30,9	69,1
2022	6 550	25,9	12 063	3,6	18 614	10,5	35,2	64,8
2023	9 701	48,1	9 700	-19,6	19 401	4,2	50,0	50,0
2024	12 057	24,3	8 619	-11,1	20 676	6,6	58,3	41,7

Fuente: Proarandanos, que considera como variedades libres a Ventura y Biloxi.

Las variedades patentadas, como Eureka Sunrise y Eureka Gold, generalmente tienen mayor potencial de incremento de los rendimientos agrícolas, respecto a las variedades libres, como Biloxi y Ventura, sobre todo luego del periodo vegetativo de los tres primeros años. Ello con la tecnología agrícola adecuada y en condiciones climáticas neutras.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Perú: Algunas variedades de arándanos

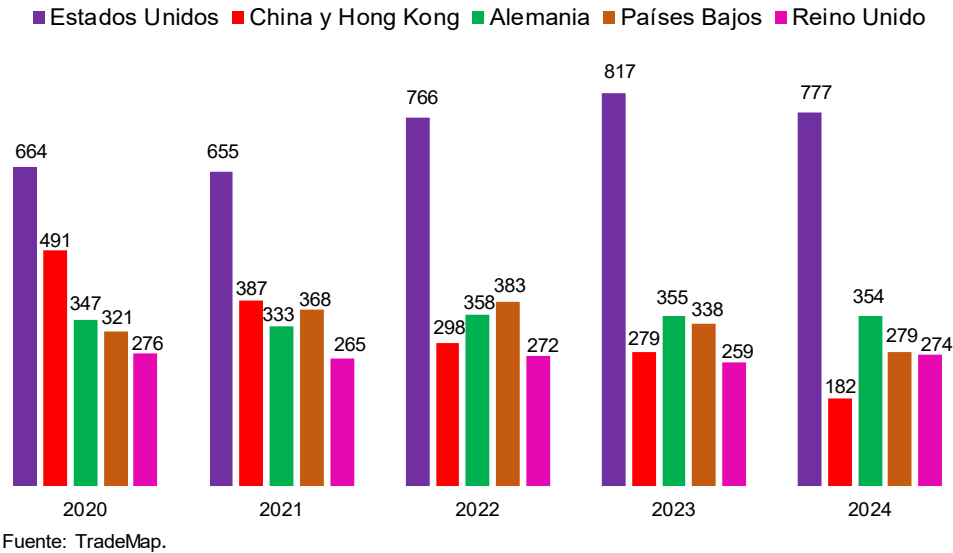
Calibre	Variedad
Baya Pequeña < 14 mm.	BILOXI , de sabor dulce y acidez equilibrada. Producción sin frío.
Baya Grande: 16-18 mm.	VENTURA , producción baja en frío. ATLAS BLUE , sabor frutal y producción sin frío. EB – 92 , producción baja en frío. MADEIRA , sabor equilibrado y producción sin frío.
Baya Muy Grande >18 mm.	SEKOYA POP , sabor dulce equilibrado, crujiente y larga vida, con sistema de producción más cálido. SEKOYA BEAUTY , sabor dulce, crujiente, con sistema de producción de clima cálido. EMERALD , producción baja en frío. ARANA , sabor dulce, larga vida, producción baja a moderada en frío. EUREKA , crujiente, sabor dulce, larga vida útil, producción con bajas horas de frío.

Fuente: Fallcreek, Sekoya, Planasa.

Uva de Mesa

El mercado mundial de uva fresca es un mercado maduro, con una demanda mundial que oscila en alrededor de 4 700 mil TM por año. Los principales compradores se ubican en Estados Unidos, Asia y Europa.

Importaciones Mundiales de uvas frescas (Miles de TM)



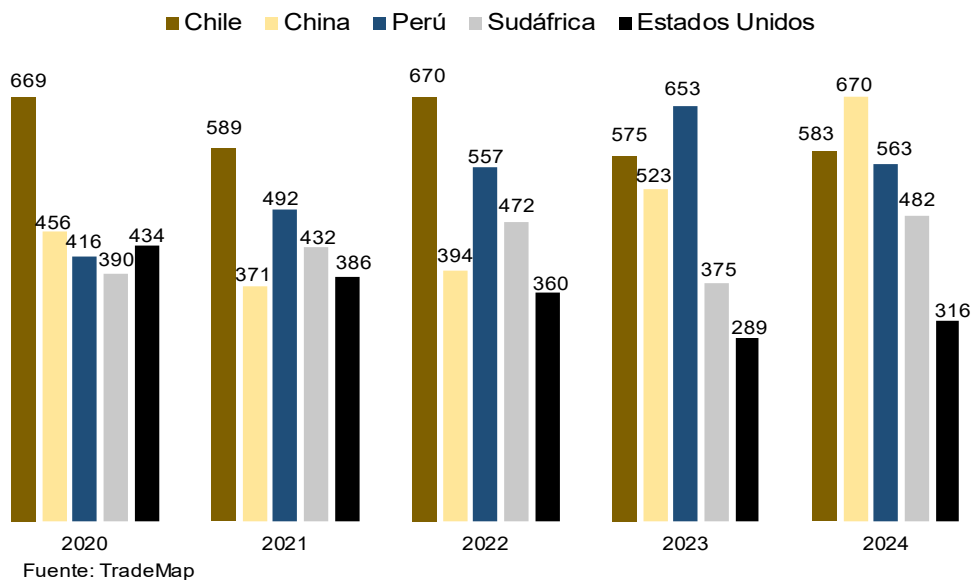
China ha incrementado sus volúmenes de exportación debido a mayores siembras y a la incorporación de variedades más comerciales, con mayores rendimientos, lo que ha incrementado también su autoabastecimiento. Por su parte, Chile en 2024 recuperó sus volúmenes, respecto a los de 2023; y Sudáfrica también incrementó su oferta exportable.

Perú, en 2024, redujo su producción de uva (-11,4 por ciento) pues las cosechas para exportación de dicho año se adelantaron para finales de 2023, en previsión a la

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

presencia de lluvias por El Niño 2023. Para 2025 se prevé una recuperación respecto al año previo, con normalización del calendario de cosechas.

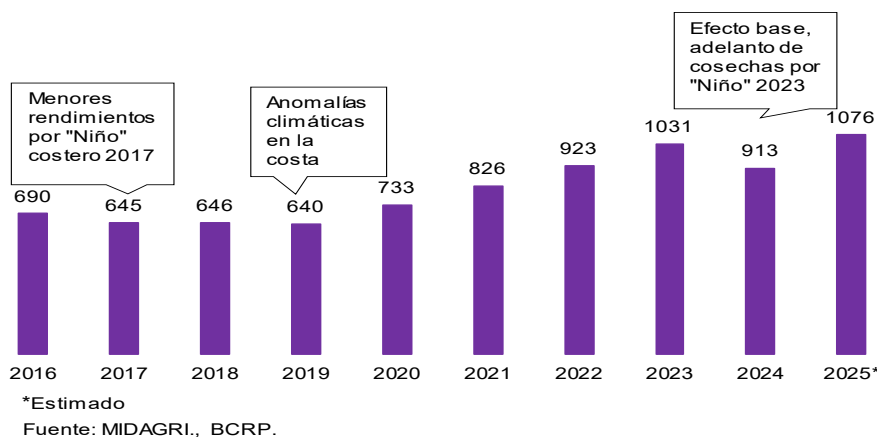
Exportaciones Mundiales de uvas frescas (Miles de TM)



La tendencia global es el cambio varietal hacia uvas verdes sin semillas, bayas más grandes y crujientes. Dicho cambio se inició en el Perú desde mediados de los años noventa, con variedades como Crimson, Thompson, Flame, Sugraone, y, posteriormente, Red Globe destinada al mercado asiático. Dichas variedades han perdido valor en el mercado, y pasaron a denominarse variedades tradicionales, mientras que se apreciaron las variedades sin semillas, denominadas licenciadas o patentadas, con mayor tiempo de anaquel y mayor rendimiento, entre otras cualidades.

Producción de uva - Perú (Miles de TM.)

Crecimiento promedio 8,0 por ciento período 2021-2025



El cambio varietal continúa vigente como herramienta principal para competir globalmente, ofreciendo la uva de preferencia, según el mercado de destino. En el Perú, en dicho cambio (más de 30 variedades) destacan por su participación en el volumen exportado en la última campaña 2024-2025 las variedades verdes sin semilla SweetGlobe y Autum Crisp; y la variedad roja sin semilla, Allison.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Entre el 2020 y el 2025, el área de uvas licenciadas para exportación pasó de alrededor de 50 por ciento a 78 por ciento, en un área certificada para exportación que se mantiene en alrededor de 23 mil hectáreas en los últimos tres años. El potencial de un continuo crecimiento de la producción de uva de mesa está en el recambio varietal de 5 218 hectáreas certificadas, lo que traería mayores rendimientos en los campos a renovarse y en los ya renovados en los tres últimos años, cuando las plantas empiezan a registrar sus mayores rendimientos.

Perú: Área sembrada de uva de mesa para exportación, según variedades

(Hectáreas)

Campaña	Licenciadas 1/		Tradicionales 2/		Total		Peso (%)	
	Has.	Var. %	Has.	Var. %	Has.	Var. %	Licenciadas	Tradicionales
2020/21	11 139	27,0	9 636	-17,5	20 775	1,6	53,6	46,4
2021/22	13 531	21,5	7 568	-21,5	21 099	1,6	64,1	35,9
2022/23	15 522	14,7	6 652	-12,1	22 174	5,1	70,0	30,0
2023/24	16 768	8,0	5 575	-16,2	22 343	0,8	75,0	25,0
2024/25	18 102	8,0	5 218	-6,4	23 320	4,4	77,6	22,4

1/ Como: Sweet Globe, Autumn Crisp, Allison, Timpson, Sweet Celebration, Ivory, y Jak's Salute.

2/ Como: Crimson, Thompson, Flame, Sugraone, y Red Globe.

Fuente: PROVID.

Al igual que en el caso del arándano, las variedades licenciadas de uva tienen un mayor potencial de rendimiento en comparación con las variedades tradicionales. Cabe señalar que los rendimientos son diferentes de acuerdo con la tecnología y el tratamiento agronómico que se adopte, aun cuando se trate de la misma variedad, localidad, y clima.

Perú: Algunas variedades de uva de mesa

Verdes sin Semilla			
SWEET GLOBE Forma: Ovoide Calibre prom.: 22-24 mm	AUTUMN CRISP Forma: Ovoide Calibre prom.: 20-22 mm	TIMPSON Forma: Ovoide Calibre prom.: 21-23 mm	COTTON CANDY Forma: Ovoide Calibre prom.: 20 mm
Rojas sin semilla			
ALLISON Forma: Cónica Calibre prom.: 20- 25 mm	SWEET CELEBRATION Forma: Cónica Calibre prom.: 25 mm		JACK'S SALUTE Forma: Redonda Calibre prom.: 20 mm
Negra sin Semilla			
SWEET FAVOR, forma: Ovalada alargada, calibre prom.: 18-22 mm			
Rojas con semilla			
CRIMSON Forma: Ovalada Calibre prom.: 18-19 mm		RED GLOBE Forma: Esférica Calibre prom.: 24-28 mm	

Fuente: PROVID.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

IV. Finanzas públicas

54. El déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses disminuyó de 3,4 a 2,3 por ciento del PBI entre diciembre de 2024 y noviembre de 2025. Este resultado se debe principalmente a la reducción del gasto no financiero como porcentaje del PBI, asociada al menor gasto del gobierno nacional y, en menor medida, al incremento de los ingresos corrientes como porcentaje del PBI, producto de los mayores precios de exportación y el dinamismo de la actividad económica. También contribuyeron, aunque en menor magnitud, las medidas tributarias implementadas desde inicios de 2025, como el Impuesto General a las Ventas (IGV) a los servicios digitales y el Impuesto Selectivo al Consumo (ISC) a las apuestas a distancia.

Los ingresos corrientes aumentaron de 18,7 a 19,2 por ciento del PBI entre diciembre de 2024 y noviembre de 2025. Según componentes, esta expansión corresponde principalmente a la mayor recaudación del impuesto a la renta (IR), en mayor medida por el concepto de regularización y, en menor magnitud, por el pago a cuenta del IR de personas jurídicas, así como por los ingresos provenientes de traslados de detracciones, amnistías y multas.

Los gastos no financieros anualizados disminuyeron de 20,7 a 20,1 por ciento del PBI entre diciembre de 2024 y noviembre de 2025. Esta reducción se explicó por los menores gastos corrientes y de capital anualizados como porcentaje del producto. Este último caso obedece al menor gasto, aunque aún significativo, por el apoyo financiero del Tesoro Público a Petroperú. Este apoyo durante 2024 bajo la forma de aportes de capital ascendió a S/ 6 100 millones, monto superior al apoyo brindado recientemente mediante la honra de la garantía por la línea de crédito de Petroperú con el Banco de la Nación (D.U. N.º 013-2024), que fue de aproximadamente US\$ 1 000 millones.

55. En términos anuales, se proyecta que el déficit fiscal pase de 3,4 por ciento del PBI en 2024 a 2,2 por ciento del PBI en 2025, para luego continuar disminuyendo a 1,9 por ciento del PBI en 2026 y 1,6 por ciento en 2027. Así, los déficits proyectados para 2026 y 2027 se encuentran cerca, pero por encima de la senda de convergencia a los límites de la regla fiscal establecida en el Decreto Legislativo N° 1621.

Para 2025 se espera que los ingresos se recuperen respecto al año previo, con un crecimiento real de 9,5 por ciento, alcanzando el 19,2 por ciento del PBI (frente al 18,7 por ciento registrado en 2024). Esta proyección incorpora mayores pagos por regularización del IR, que incluyen el ingreso extraordinario asociado a la venta de empresas del sector de distribución eléctrica, así como un aumento de los pagos a cuenta del IR por parte de las personas jurídicas, impulsado por los precios de exportación más elevados, y por mayores coeficientes de pago a cuenta, estos últimos vinculados al crecimiento del PBI en 2024.

También aportarán al incremento de los ingresos fiscales, aunque en menor magnitud, medidas como la aplicación del IGV a los servicios digitales brindados por empresas no domiciliadas y el ISC a los juegos y apuestas deportivas a distancia, así como pagos extraordinarios derivados de acciones de fiscalización de la administración tributaria.

La proyección contempla una reducción de los gastos no financieros en 0,7 puntos porcentuales del PBI, producto de la disminución del gasto corriente y de capital,

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

bajo un escenario en el que no se realizará una nueva capitalización de Petroperú, aunque se seguiría honrando la garantía por la línea de crédito otorgada por el Banco de la Nación a esta empresa. Esto permitirá que el gasto total pase de 20,7 a 20,0 por ciento del PBI entre 2024 y 2025. La materialización de dicha garantía dificultaría el cumplimiento de la regla de gasto para el presente año.

Para 2026 se prevé que el déficit continúe reduciéndose, alcanzando un nivel de 1,9 por ciento del PBI. El proceso de consolidación fiscal previsto se apoya principalmente en una disminución de los gastos no financieros como porcentaje del PBI, donde el gasto corriente se reduciría de 14,3 a 14,2 por ciento del producto entre 2025 y 2026, y el gasto en formación bruta de capital pasaría de 4,9 a 4,7 por ciento del PBI. Cabe indicar que la reducción de los otros gastos de capital, de 0,8 a 0,6 por ciento del producto, asume que en 2026 el fisco no brindará ninguna nueva capitalización a Petroperú.

Para 2027 se prevé que el déficit alcance el 1,6 por ciento del PBI, debido principalmente a la reducción del gasto no financiero de 19,4 a 19,1 por ciento del producto entre 2026 y 2027.

56. En comparación con el **Reporte de setiembre**, se reduce la proyección del déficit fiscal de 2,4 a 2,2 por ciento del producto para el año 2025 y de 2,1 a 1,9 por ciento del PBI para 2026.

El déficit proyectado para 2025 y 2026 se reduce principalmente por una revisión a la baja de la previsión del gasto no financiero. Así, el menor gasto no financiero obedecería a una reducción del gasto corriente, a lo que coadyuvieron las medidas de control del gasto aprobadas recientemente, así como en formación bruta de capital.

57. La senda prevista para el déficit fiscal 2026-2027 en este reporte enfatiza la necesidad de mantener un comportamiento prudente del gasto público y de la política tributaria a lo largo del horizonte de proyección. En ese sentido, es necesario evitar la aprobación de aumentos desmedidos de compromisos de gasto futuro para el gobierno o la extensión de beneficios tributarios, a fin de evitar que estos frenen el proceso de consolidación fiscal. Debe remarcarse que, a pesar de la reducción prevista del déficit fiscal, la deuda neta continuará elevándose en el horizonte de proyección¹³.

A mediano plazo la sostenibilidad fiscal demandará esfuerzos para elevar la capacidad permanente del Estado de financiar servicios públicos. Este proceso requiere del control de la evasión y elusión fiscal y extender la base de contribuyentes mediante procesos de formalización.

¹³ Este incremento se daría aun cuando se cumpliera la regla de déficit fiscal en el periodo 2025 - 2027.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 25
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2024	2025*			2026*		2027*
		Noviembre 1/	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Dic.25
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	18,7	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2
Variación % real	2,4%	10,6%	8,8%	9,5%	3,7%	4,4%	3,0%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	20,7	20,1	20,3	20,0	19,7	19,4	19,1
Variación % real	7,4%	3,0%	3,8%	3,4%	0,5%	1,2%	1,2%
Del cual:							
Gasto corriente	14,6	14,4	14,5	14,3	14,3	14,2	13,9
Variación % real	1,5%	4,5%	4,9%	4,7%	2,3%	3,1%	1,3%
Formación bruta de capital	4,9	4,9	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6
Variación % real	16,3%	5,3%	6,9%	6,2%	0,7%	0,4%	0,7%
3. Otros ^{2/}	0,2	0,3	0,3	0,2	0,1	0,0	0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,8	-0,6	-0,8	-0,6	-0,4	-0,3	0,1
5. Intereses	1,7	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,7
6. Resultado económico	-3,4	-2,3	-2,4	-2,2	-2,1	-1,9	-1,6

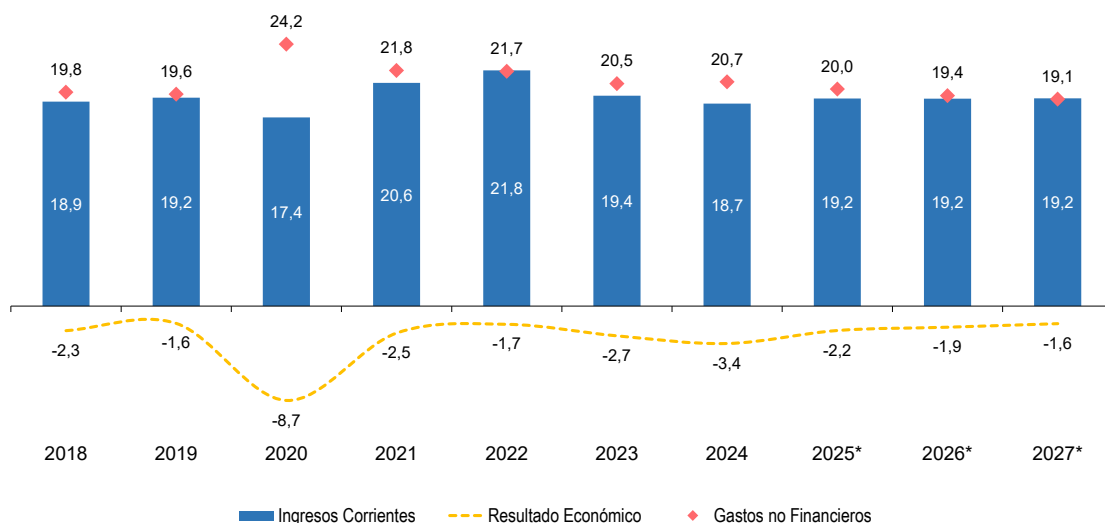
1/ Los ratios en porcentaje del PBI representan el acumulado en los últimos doce meses a noviembre. La variación real es respecto al 2024.

2/ Incluye ingresos de capital del Gobierno General y resultado primario de empresas estatales.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Gráfico 57
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2018-2027
(Porcentaje del PBI)



Nota: El resultado económico se calcula como ingresos corrientes del Gobierno General – gastos no financieros del Gobierno General + otros (ingresos de capital del Gobierno General y resultado primario de empresas estatales) – pago de intereses por deuda del Sector Público No Financiero.

*Proyección.

Fuente: BCRP.

Ingresos corrientes

58. Para 2025, se prevé que los ingresos corrientes muestren una expansión real de 9,5 por ciento y representen 19,2 por ciento como porcentaje del PBI, nivel superior en 0,5 puntos porcentuales del producto al registrado en 2024.

El aumento real de los ingresos corrientes obedecería al incremento de los pagos por regularización y de los pagos a cuenta del IR por parte de las personas jurídicas, asociados a un mayor dinamismo de la economía y a los altos precios de los

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

metales de exportación (cobre, oro y zinc). También explicaría este resultado los pagos extraordinarios (vinculados a la venta de una empresa del sector de distribución eléctrica y a acciones de fiscalización de la SUNAT) y una mayor recaudación por amnistía y por el fraccionamiento especial de deudas tributarias, factores que son mitigados por un mayor nivel de devoluciones de impuestos debido a la mayor emisión de notas de crédito negociable aplicadas por empresas a pagar obligaciones tributarias.

Para 2026 se proyecta que los ingresos, como porcentaje del producto, alcancen 19,2 por ciento, con un crecimiento de 4,4 por ciento en términos reales. El menor dinamismo de los ingresos tributarios se explica porque en 2026 no se contemplan pagos extraordinarios por impuesto a la renta y regularización como ocurrió en 2025, y se normaliza el impacto de medidas tributarias (IGV a los servicios digitales, ISC a apuestas a distancia y el fraccionamiento especial). Ello sería compensado por el efecto del mayor nivel de términos de intercambio previsto en el presente Reporte. En el caso de los ingresos no tributarios habría una mayor recaudación como porcentaje del PBI debido a mayores recursos propios y transferencias, lo que refleja principalmente un cambio de composición, originado por la reclasificación de ciertas tasas cobradas por entidades del gobierno nacional que dejarán de ser consideradas como ingresos del Tesoro, así como mayores recursos recibidos por el gobierno general de empresas estatales.

Para 2027, se prevé que los ingresos corrientes se mantengan en 19,2 por ciento del PBI, con una leve recuperación del IGV, compensada con menores ingresos por fraccionamiento.

59. Respecto del **Reporte de setiembre**, se mantiene la proyección de los ingresos corrientes como porcentaje del PBI de 19,2 por ciento, tanto para el año 2025 como para 2026. Para 2025, se proyecta que los ingresos tributarios aumentarían a 15,0 por ciento del PBI, con un alza en el pago a cuenta del IR por parte de las personas jurídicas (asociada a pagos extraordinarios), compensada con menor IGV a las importaciones. En el caso de los ingresos no tributarios, se reduce la proyección en 0,1 puntos porcentuales del producto, de 4,3 a 4,2 por ciento, bajo la forma de menores contribuciones y recursos propios de las entidades públicas.

En cuanto al crecimiento real de los ingresos, este se ajusta al alza para 2025 y 2026, de 8,8 a 9,5 por ciento y de 3,7 a 4,4 por ciento, respectivamente.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 26
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2024	2025*			2026*		2027*
		Noviembre 1/	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Dic.25
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,4	15,0	14,9	15,0	14,9	14,8	14,8
Impuesto a la renta (IR)	5,9	6,6	6,4	6,6	6,5	6,5	6,4
Impuesto General a las Ventas (IGV)	8,0	7,9	7,9	7,8	7,9	7,8	7,9
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Impuesto a las importaciones	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Otros ingresos tributarios	1,8	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,8
Devolución de impuestos	-2,2	-2,5	-2,4	-2,4	-2,3	-2,4	-2,4
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,3	4,2	4,3	4,2	4,3	4,3	4,4
Contribuciones sociales	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0
Recursos propios y transferencias	0,9	1,0	1,1	1,0	1,1	1,5	1,4
Canon y Regalías	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Resto	0,8	0,7	0,7	0,8	0,7	0,4	0,4
TOTAL	18,7	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2	19,2

1/ Representa el acumulado en los últimos doce meses a noviembre.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Gastos no financieros

60. Para 2025 se espera un crecimiento real del **gasto no financiero** de 3,4 por ciento, aunque se prevé una reducción como porcentaje del PBI respecto a 2024, de 20,7 a 20,0 por ciento del PBI.

Respecto a 2024, todos los rubros del gasto mostrarían un incremento en términos reales, con excepción de los otros gastos de capital, debido a la ya mencionada reducción en el apoyo a Petroperú (de S/ 6,1 mil millones en 2024 por capitalización a S/ 3,4 mil millones en 2025 por honramiento de garantías).

En la partida remuneraciones se contemplan los aumentos previstos en la Ley de Presupuesto 2025. El gasto en bienes y servicios crecería en términos reales por mayores gastos en locación de servicios, CAS, viajes, alquileres y servicios de mantenimiento, a lo que se suma la mayor adquisición de activos no financieros del sector Interior. Por su parte, las transferencias crecerían por el mayor pago de pensiones y de subvenciones por los programas sociales, en particular Pensión 65. Finalmente, la formación bruta de capital aumentaría por un mayor devengado de los gobiernos subnacionales.

61. Para 2026 se prevé que el gasto no financiero alcance 19,4 por ciento del PBI, 0,6 puntos porcentuales por debajo del nivel previsto para este año, como parte de la consolidación fiscal. A pesar del menor peso respecto al tamaño de la economía, en este escenario se contempla que el gasto no financiero aumente 1,2 por ciento en términos reales, en particular el gasto corriente (3,1 por ciento real).

El gasto corriente pasaría de 14,3 a 14,2 por ciento del PBI, en particular por la evolución de la adquisición de bienes y servicios y las transferencias, aunque en términos reales estos rubros se expanden a una tasa moderada.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

El gasto en remuneraciones crecería 4,5 por ciento en términos reales, pues incluye no solo los aumentos realizados este año, sino también las disposiciones contenidas en la Ley de Presupuesto 2026: aumento de carácter general para los diferentes regímenes laborales del sector público, y para el personal de las fuerzas armadas y policiales, así como disposiciones de nombramiento de personal CAS en Salud y Educación.

El gasto en formación bruta de capital disminuiría de 4,9 a 4,7 por ciento del PBI, tomando en cuenta la coyuntura de cambio de autoridades a nivel del gobierno nacional. Finalmente, en el caso de los otros gastos de capital, estos disminuirían de 0,8 a 0,6 por ciento del PBI puesto que en 2026 no se prevé gastos por apoyo financiero a Petroperú.

62. Para 2027, el gasto no financiero se reduciría de 19,4 a 19,1 por ciento del PBI, tanto por menores gastos corrientes como de capital. Ello reflejaría una política de control de crecimiento real del gasto, el cual ascendería a 1,2 por ciento, al igual que en 2026 y el efecto de cambio de autoridades de gobiernos subnacionales.

Cuadro 27
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL

(Porcentaje del PBI)

	2024	2025*			2026*		2027*
		Noviembre 1/	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Dic.25
GASTO CORRIENTE	14,6	14,4	14,5	14,3	14,3	14,2	13,9
Gobierno Nacional	9,2	9,1	9,1	9,1	9,1	9,0	8,9
Gobiernos Regionales	3,8	3,6	3,7	3,6	3,6	3,6	3,5
Gobiernos Locales	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,5
GASTO DE CAPITAL	6,1	5,6	5,8	5,7	5,4	5,3	5,2
Formación Bruta de Capital	4,9	4,9	5,0	4,9	4,8	4,7	4,6
Gobierno Nacional	2,0	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,8
Gobiernos Regionales	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Gobiernos Locales	1,7	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8	1,7
Otros	1,1	0,8	0,8	0,8	0,5	0,6	0,5
TOTAL	20,7	20,1	20,3	20,0	19,7	19,4	19,1
Gobierno Nacional	12,2	11,7	11,7	11,7	11,5	11,4	11,2
Gobiernos Regionales	5,0	4,9	5,0	4,8	4,8	4,8	4,7
Gobiernos Locales	3,5	3,5	3,6	3,5	3,4	3,3	3,3

1/ Representa el acumulado en los últimos doce meses a noviembre.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

Postura fiscal

63. El **resultado primario estructural** es una medida que deduce de las cuentas fiscales el impacto de los componentes cíclicos, transitorios y extraordinarios que afectan a la economía, con el fin de poder evaluar los cambios en el balance fiscal asociados a medidas discrecionales de política fiscal. Se estima que el déficit primario estructural será de 1,6 y 1,2 por ciento del PBI potencial para 2025 y 2026 y que se reduciría a 0,8 por ciento del PBI en 2027, montos significativamente mayores al nivel registrado hasta antes de la pandemia de COVID19 (0,3 por ciento).

Estas cifras indican que el resultado primario estructural sería más negativo en el horizonte de proyección respecto al resultado convencional, no solo por los mayores

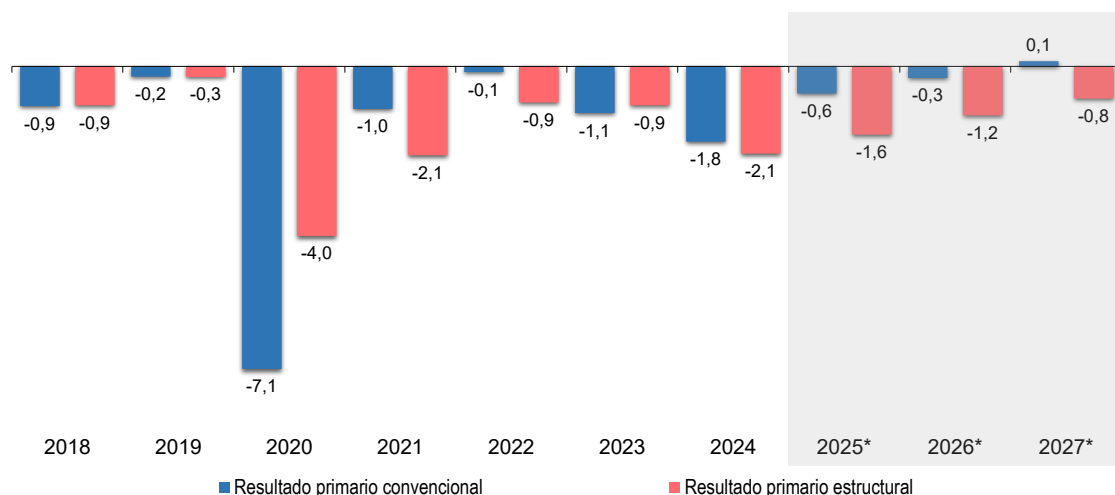
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

términos de intercambio (que genera ingresos cíclicamente más altos), sino por la presencia de ingresos transitorios como los que se han registrado este año (por la venta de una empresa de distribución eléctrica y por la fiscalización tributaria sobre una empresa del sistema financiero). Para 2026 y 2027, la diferencia entre el resultado primario convencional y el estructural se explica, en mayor medida, por el componente cíclico asociado a los términos de intercambio. Esto implica que consolidar las cuentas fiscales de manera permanente implica la generación de mayores ingresos estructurales, así como un comportamiento prudente del gasto público en los siguientes años. La brecha de resultado estructural en los años posteriores al horizonte de proyección requerirá persistir en la reducción del déficit fiscal.

Gráfico 58

RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2018-2027

(Porcentaje del PBI y PBI potencial)



* Proyección

Nota: Para 2020, el resultado primario estructural se calcula con el PBI tendencial.

Financiamiento y deuda

64. Se prevé que los **requerimientos de financiamiento** disminuyan durante el horizonte de proyección respecto a 2024, principalmente por la reducción del déficit fiscal y por una menor amortización de deuda. En cuanto a las **fuentes de financiamiento**, se espera una menor emisión de deuda en 2026 y 2027 respecto a lo observado en 2024 y a la previsión de este año. Asimismo, se espera que el fisco comience nuevamente a acumular depósitos en 2026 y 2027, como resultado de la reducción del déficit fiscal.
65. Respecto del **Reporte de setiembre** se revisa a la baja la proyección de los requerimientos de financiamiento de 2025, debido principalmente al menor déficit previsto. Para 2026, los requerimientos de financiamiento se reducen respecto al Reporte anterior además por el menor servicio de amortización.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 28

REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO

(Millones de soles)

	2024	2025*			2026*		2027*
		Ene-Nov	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Set. 25	RI Dic.25	RI Dic.25
I. USOS	69 978	41 850	56 096	54 488	36 817	34 379	32 156
1. Amortización	31 711	26 735	26 886	27 440	9 961	9 532	10 495
a. Externa	9 625	9 280	10 008	9 910	7 541	7 212	9 789
b. Interna	22 086	17 455	16 878	17 531	2 420	2 320	706
<i>Del cual: bonos de reconocimiento ^{1/}</i>	<i>500</i>	<i>378</i>	<i>467</i>	<i>412</i>	<i>550</i>	<i>500</i>	<i>400</i>
2. Resultado económico ^{2/}	38 266	15 115	29 211	27 048	26 856	24 846	21 661
II. FUENTES	69 978	41 850	56 096	54 488	38 817	34 379	32 156
1. Desembolsos y otros	50 949	51 088	52 643	52 056	37 029	36 628	36 543
a. Créditos externos	7 331	999	2 438	1 467	5 029	4 628	4 543
b. Bonos globales y soberanos ^{3/}	43 618	50 089	50 204	50 589	32 000	32 000	32 000
2. Variación de depósitos y otros ^{4/}	19 029	-9 238	3 454	2 433	-212	-2 249	-4 387
Nota:							
Porcentaje del PBI							
Saldo de deuda pública bruta	32,0	30,2	31,3	30,4	32,0	31,2	32,1
Saldo de deuda pública neta	23,4	22,0	23,7	22,9	24,8	23,8	24,6
Saldo de depósitos públicos	8,6	8,2	7,5	7,5	7,2	7,4	7,4

^{1/} No considera la implementación de la sentencia del Tribunal Constitucional respecto a las nuevas emisiones de bonos de reconocimiento.

^{2/} Signo positivo indica déficit.

^{3/} Incluye la emisión de bonos de la Municipalidad de Lima en 2024.

^{4/} Signo positivo indica reducción de depósitos.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación

66. Se estima que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero se reduzca de 23,4 a 22,9 por ciento del PBI entre 2024 y 2025, para luego aumentar a 23,8 por ciento del PBI en 2026 y a 24,6 por ciento del PBI en 2027. Por su parte, se prevé que la deuda bruta del Sector Público No Financiero se reduzca de 32,0 a 30,4 por ciento del PBI entre 2024 y 2025, y aumente a 31,2 por ciento del PBI para 2026 y a 32,1 por ciento del PBI en 2027. Así, los niveles de déficit fiscal por encima del límite de la regla fiscal (1 por ciento del PBI) de los últimos años empezarían a tener un mayor efecto sobre la deuda pública como porcentaje del producto.

Los activos públicos se reducirían de 8,6 por ciento del PBI en 2024 a 7,5 por ciento en 2025 y, aunque se proyecta que aumenten en términos nominales, estos caerían como porcentaje del producto a 7,4 por ciento en 2026 y 2027.

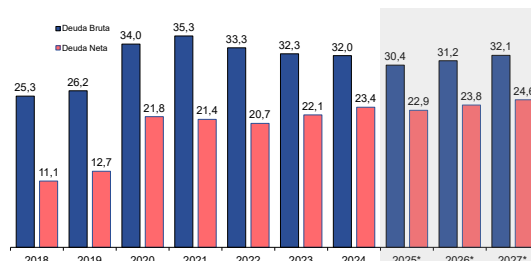
El nivel actual y previsto para la deuda se mantendría por debajo de los observados en otros países de la región, de modo que representa una fortaleza económica del país que se debería preservar.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 59

DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2017-2027

(Porcentaje del PBI)



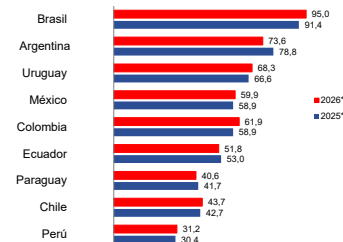
* Proyección

Fuente: BCRP (Perú) y Fiscal Monitor (octubre de 2025).

DEUDA BRUTA EN LATINOAMÉRICA:

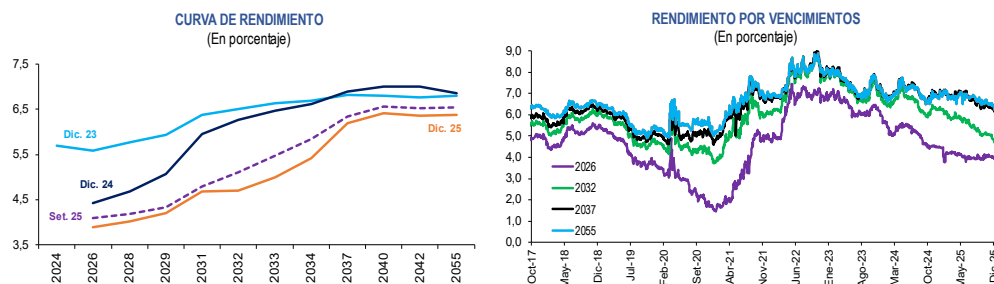
2025-2026

(Porcentaje del PBI)



67. En el cuarto trimestre de 2025, las tasas de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público (BTP) con tasa de interés fija en soles disminuyeron en promedio 22 puntos básicos, principalmente en el tramo medio de la curva de rendimiento. Este movimiento respondió, principalmente, a la caída de 10 puntos básicos en las tasas de los bonos del Tesoro estadounidense.

Gráfico 60



Al 12 de diciembre.

Fuente: MEF

68. El 11 de diciembre de 2025, el MEF anunció el segundo tramo de la Operación de Intercambio de Bonos Soberanos del 2025¹⁴, con el objetivo de contribuir con el desarrollo del mercado de deuda pública, así como de mejorar el perfil de los vencimientos de deuda pública.

- La reapertura de los BTP con vencimiento en los años 2035 y 2039 por S/ 907 millones y S/ 95 millones, respectivamente. En total se emitió S/ 1 003 millones.
- El intercambio de los bonos soberanos con vencimiento en los años 2026 y 2028 por los BTP 2025 y 2039. En total se retiró S/ 1 055 millones.
- En neto, considerando el monto de emisión para el intercambio, el saldo de los bonos soberanos de gobierno, producto de la operación, registró una reducción neta de S/ 53 millones.

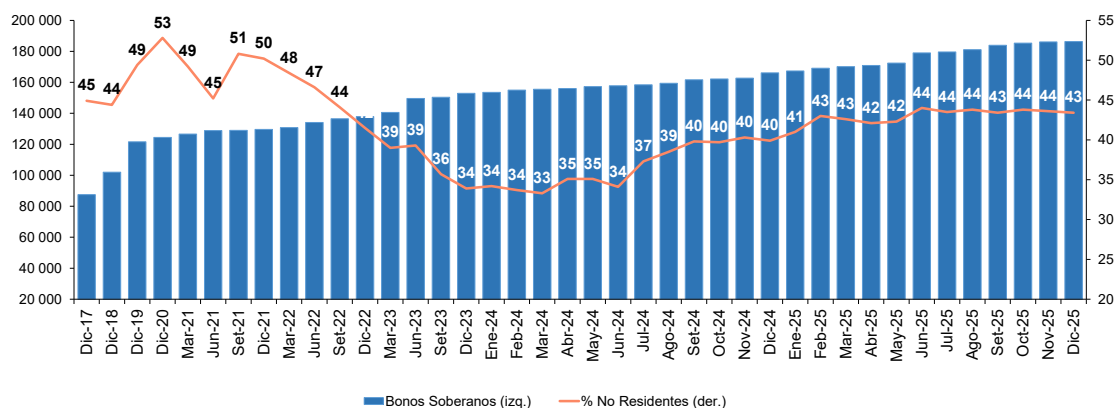
69. El saldo de bonos soberanos, al 12 de diciembre se ubica en S/ 186,3 mil millones, mayor en S/ 2,4 mil millones respecto al saldo de setiembre de 2025. En el cuarto trimestre, las AFP e inversionistas no residentes son los principales demandantes;

¹⁴ En agosto 2025, se intercambió el BTP 2026 (S/ 2 056 millones) y BTP 2028 (S/ 303 millones) por el BTP 2034 (S/ 2 568 millones).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

mientras que las empresas bancarias destacan por el lado de la oferta. La participación de los inversionistas no residentes se mantiene en 43,4 por ciento en el cuarto trimestre de 2025.

Gráfico 61
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
(Millones de soles y porcentaje)



Al 12 de diciembre.

Nota: Para el cálculo de la participación de No Residentes en las tenencias de bonos soberanos, hasta febrero de 2021 se excluyen los bonos indexados a la inflación, *Global Depositary Notes* (GDN) y transacciones en Euroclear de no residentes. A partir de marzo de 2021, se incluye los bonos soberanos nominales y VAC y se excluyen los GDN. Fuente: BCRP, CAVALI, MEF y SBS.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 5 Patrones en los incrementos de costos en proyectos de inversión pública

En este recuadro se presenta un análisis de 75 629 inversiones cerradas y concluidas del Banco de Proyectos del Ministerio de Economía y Finanzas que muestra que el valor de los proyectos con costos adicionales representó el 65,5 por ciento del valor total de las inversiones de la muestra (medido a través del costo actualizado). Asimismo, se observa que la incidencia fue mayor en proyectos de mayor magnitud y se ha intensificado entre 2009 y 2024. Factores como plazos de ejecución prolongados y una gestión deficiente —que puede generar paralizaciones y reanudaciones bajo nuevas condiciones de mercado— habrían contribuido a estos incrementos.

Como resultado, se obtuvo que la mayor incidencia de sobrecostos se presentó en los proyectos de gobiernos regionales, lo cual es compatible con la mayor incidencia de obras paralizadas, y en la función de Vivienda y Saneamiento. La variación porcentual promedio fue de 10,5 por ciento, reduciéndose a 4,1 por ciento al aislar el efecto de los cambios en los índices de precios.

Antecedentes

El incremento en el costo de los proyectos de inversión pública es un problema persistente y de escala global. La evidencia empírica muestra que las desviaciones del costo de una inversión respecto de lo planeado son una ocurrencia frecuente y significativa. En esta línea, un estudio de Flyvbjerg (2016)¹⁵, reportado por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID)¹⁶, calculó que el sobrecosto promedio en proyectos de infraestructura en América Latina fue del 48 por ciento para una muestra de proyectos ejecutados en el periodo 1927-2012. Otro estudio (Watkins y otros¹⁷, 2017) halló que el 58 por ciento de una muestra de 200 proyectos de inversión en América Latina y el Caribe registraron desviaciones al alza en costos.

Desde una perspectiva macroeconómica, el monitoreo de los aumentos en costos es relevante para asegurar que el gasto público contribuya efectivamente al crecimiento potencial sin comprometer la estabilidad fiscal. Este aspecto adquiere aún mayor relevancia en un contexto de consolidación fiscal como el que atraviesa el país. Al respecto, el informe del Banco Mundial “*Public Investment Management Reference Guide*” de 2020¹⁸ destaca que las variaciones recurrentes de costos pueden erosionar la eficiencia del gasto y reducir el espacio fiscal para nuevas inversiones.

En relación con las causas, Condon y Hartman (2004)¹⁹ identifican los siguientes factores clave que explicarían los sobrecostos:

- **Factores asociados a la inflación:** El aumento de precios de materiales de construcción y de los costos de mano de obra.

¹⁵ Flyvbjerg, B. (2016). Making Infrastructure Matter. PowerPoint presentation. Saïd Business School, University of Oxford, Oxford, UK.

¹⁶ Cavallo, E., Powell, A., & Serebrisky, T. (2020). De estructuras a servicios: El camino a una mejor infraestructura en América Latina y el Caribe. BID.

¹⁷ Watkins, G., Mueller, S. U., Meller, H., Ramírez, M. C., Serebrisky, T., & Georgoulas, A. (2017). Lecciones de cuatro décadas de conflicto en torno a los proyectos de infraestructura en América Latina y el Caribe. Washington: BID, 20-1.

¹⁸ Kim, J. H., Fallov, J. A., & Groom, S. (2020). *Public investment management reference guide*. World Bank Publications.

¹⁹ Condon, E. & Hartman, F. T. (2004). Playing the game. Paper presentado en PMI® Research Conference: Innovations, London, England. Newtown Square, PA: Project Management Institute.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

- **Sesgo de optimismo y subestimación estratégica:** A menudo, los promotores de proyectos subestiman intencionalmente los costos iniciales para asegurar la aprobación. Este sesgo de optimismo, que también puede ser no deliberado, resulta en presupuestos iniciales irreales que podrían no sostener la ejecución y derivar en futuras paralizaciones.
- **Problemas de ejecución:** La mala planificación de recursos, la asignación de personal no calificado y la falta de seguimiento en tiempo real pueden tener un rol en los sobre costos.
- **Cambios en el alcance y diseño:** También se reportan modificaciones en el alcance que puede afectar los costos.
- **Otros factores:** Asimismo, los cambios regulatorios pueden tener un efecto sobre los costos de un proyecto.

Para explorar patrones de las desviaciones de costos de proyectos en Perú, se analiza la información de las inversiones²⁰ cerradas y concluidas del Banco de Proyectos del Ministerio de Economía y Finanzas²¹. El análisis se basa en 75 629 inversiones cerradas y concluidas hasta el final de 2024²², permitiendo evaluar casos con ejecución completa.

El análisis compara dos variables clave: el monto viable, correspondiente a la valorización aprobada en la fase de preinversión, y el costo actualizado, que refleja la última valorización oficial del proyecto, incorporando modificaciones realizadas durante el ciclo del proyecto. Esta comparación nos permite identificar desviaciones en los costos.

Incidencia de las desviaciones de costos

Como resultado de la comparación de las variables, es posible clasificar los proyectos en tres grupos: los que presentaron reducción de costos, los que no tuvieron variaciones y los que presentaron incrementos en costos. El análisis por grupos revela una concentración de recursos en proyectos con desviaciones al alza en costos. El primer grupo, conformado por 18 918 proyectos con reducción de costos, representó una inversión total de S/ 21 777 millones (19,4 por ciento del total). El segundo grupo, que incluye 21 055 inversiones sin variación de costos, acumula costos actualizados por S/ 17 058 millones (15,2 por ciento del total). En contraste, el tercer grupo, compuesto por 35 656 inversiones con sobre costos, concentra el 65,5 por ciento del costo actualizado.

Inversiones culminadas por grupo de variación de costos

	Número de inversiones	Costo actualizado promedio (millones de S/)	Costo actualizado (millones de S/)	% del costo total
Menor costo	18 918	1,2	21 777	19,4%
Sin variación	21 055	0,8	17 058	15,2%
Sobre costo	35 656	2,1	73 586	65,5%
Total	75 629	1,5	112 421	100,0%

Fuente: MEF. Cálculos y elaboración propia.

²⁰ Por razones de simplicidad, en este documento se utilizan los términos “inversiones” y “proyectos” de forma indistinta. No obstante, es importante señalar que las inversiones también incluyen a las Intervenciones de Reconstrucción mediante Inversiones (IRI), a los programas de inversión y a las inversiones IOARR (de optimización, ampliación marginal, rehabilitación y reposición). Las inversiones cerradas son aquellas que han devengado gastos y que han sido concluidas o, en su defecto, se ha decidido no continuar con su ejecución de forma definitiva.

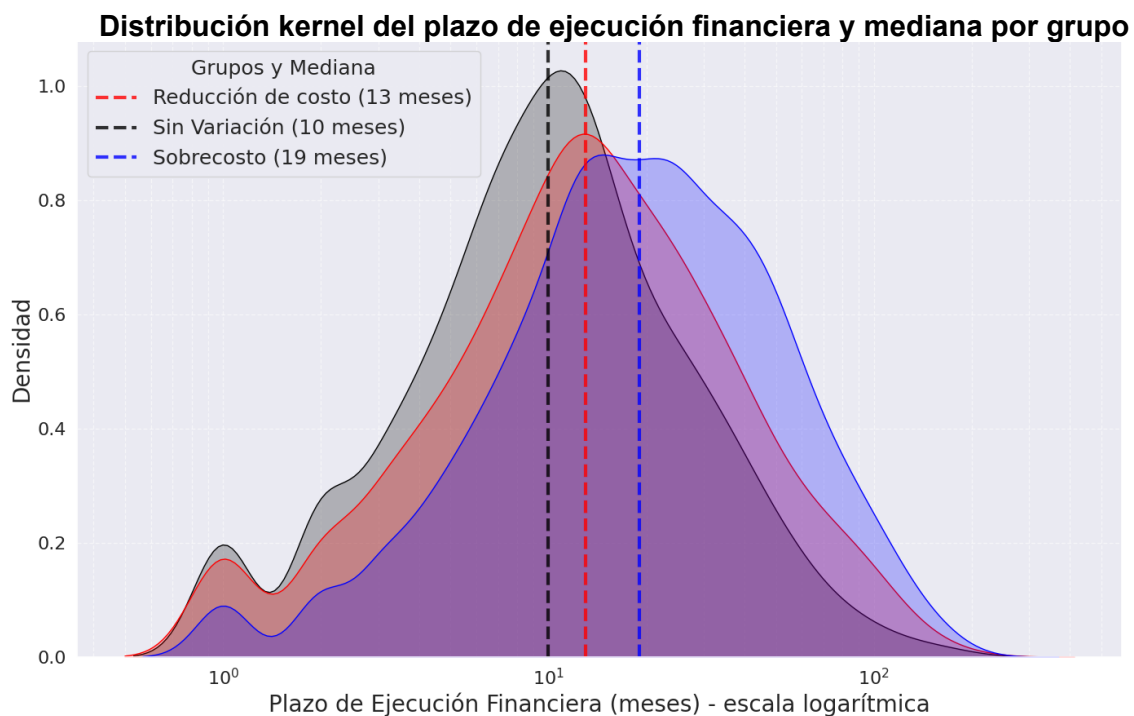
²¹ Actualizado al 20 de noviembre de 2025.

²² Las inversiones registradas en el Banco de Proyectos del MEF abarcan el periodo comprendido entre 2001 y 2024. Sin embargo, los registros de cierre solo están disponibles a partir del año 2009.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Estas cifras agregadas evidencian un sesgo hacia el incremento de costos en la ejecución de inversiones públicas. Además, sugieren preliminarmente que los proyectos de mayor magnitud serían los más propensos a experimentar incrementos respecto del monto viable.

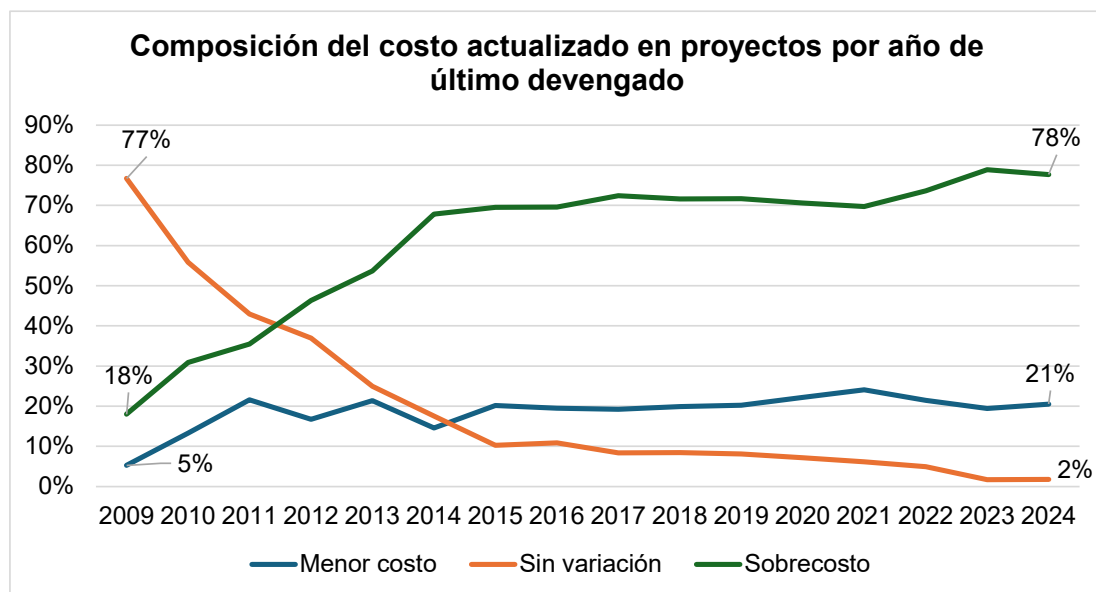
Una situación similar se observa al analizar las distribuciones del plazo de ejecución financiera²³. En el caso de los proyectos sin variación en los costos, el plazo mediano fue de 10 meses, cifra inferior a la registrada por el grupo de proyectos con reducción de costos (13 meses) y por aquellos con aumentos en costos (19 meses). Este patrón es consistente con la existencia de una correlación significativa entre el plazo de ejecución y la variación de costos.



Por otra parte, la incidencia del problema de los sobrecostos se ha intensificado a lo largo del periodo 2009-2024. Al desagregar los datos según el año del último devengado de cada inversión, se evidencian cambios significativos en la composición de los proyectos. En 2009, el 77 por ciento de las inversiones culminadas no presentaban variaciones en sus costos; sin embargo, esta proporción se redujo drásticamente a solo 2 por ciento en 2024. En contraste, los proyectos con sobrecostos incrementaron su participación del 18 al 78 por ciento en el mismo periodo. Asimismo, los proyectos con reducciones de costos también aumentaron su presencia, desde 5 por ciento en 2009 a 21 por ciento en 2024.

²³ Definido como el número de meses desde el primer devengado hasta el último devengado, considerando ambos extremos del periodo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



En línea con la literatura reseñada, una de las causas que explicarían el incremento en la incidencia de ajustes al alza en el monto viable sería el aumento de los plazos de ejecución de los proyectos. En este sentido, el BCRP²⁴ reportó que el plazo promedio de ejecución financiera de las inversiones cerradas y culminadas aumentó de 11,8 a 31,7 meses (168 por ciento) entre 2009 y 2024.

Desde una perspectiva funcional, el sector Vivienda y Saneamiento presenta una alta incidencia de incrementos en el valor de las inversiones, afectando al 68 por ciento de su inversión total. En contraste, el sector Salud, aunque muestra una distribución con menor sesgo hacia sobrecostos, aún mantiene una incidencia elevada: el 57 ciento del costo actualizado corresponde a proyectos con incrementos en costos, mientras que el 25 por ciento se concentra en inversiones sin variaciones.

Composición del costo actualizado por función

Función	Con sobrecostos	Sin variación	Con reducción de costos	Subtotal (millones de S/)
Vivienda y Saneamiento	68%	10%	22%	17 853
Educación	64%	20%	15%	9 760
Transporte	64%	13%	23%	29 002
Salud	57%	25%	17%	6 821
Otros	67%	16%	17%	48 985
Total general	65%	15%	19%	112 421

Fuente: MEF. Cálculos y elaboración propia.

En cuanto a los niveles de gobierno, los gobiernos subnacionales presentan una mayor incidencia de proyectos con sobrecostos, siendo especialmente relevante el caso de los gobiernos regionales, donde el 81 por ciento de las inversiones registra esta condición. Por otro lado, en el gobierno nacional, el 54 por ciento del costo actualizado corresponde a proyectos cuyo monto excede al declarado como viable.

²⁴ Banco Central de Reserva del Perú. (2025, junio). *Reporte de Inflación, junio 2025: Recuadro 4*. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2025/junio/reporte-de-inflacion-junio-2025-recuadro-4.pdf>

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Composición del costo actualizado por nivel de gobierno

Nivel	Con sobrecostos	Sin variación	Con reducción de costos	Subtotal (millones de S/)
Gob. Nacional	54%	26%	20%	37 348
Gob. Regional	81%	7%	12%	20 584
Gob. Locales	68%	11%	22%	54 489
Total	65%	15%	19%	112 421

Fuente: MEF. Cálculos y elaboración propia.

Esta evidencia muestra que el tamaño del proyecto y la calidad de su gestión pueden influir significativamente en la incidencia de las desviaciones en las valorizaciones. En primer lugar, los proyectos de mayor escala suelen requerir plazos de ejecución más extensos, lo que los expone a mayores riesgos de incremento en los precios de la mano de obra y los materiales de construcción. A medida que el plazo se prolonga, se vuelve necesario realizar ajustes presupuestales más frecuentes, lo que incrementa la probabilidad de cambios en las valorizaciones. A su vez, es probable que estos proyectos se enfrenten a otros tipos de imprevistos como fallas geológicas, o fenómenos climáticos.

En segundo lugar, una gestión deficiente puede generar paralizaciones en la ejecución de los proyectos, producto de deficiencias en la planificación, falta de coordinación interinstitucional o problemas administrativos. Cuando se producen estas interrupciones, la reanudación de las obras suele realizarse bajo nuevas condiciones de mercado, lo que generalmente conlleva una actualización al alza del costo total del proyecto. En este contexto, la Contraloría General de la República (CGR)²⁵ reportó que, al cierre de 2024, el costo actualizado de las obras paralizadas a cargo del gobierno nacional ascendía a S/ 9 799 millones, mientras que en los gobiernos regionales y locales las cifras alcanzaban S/ 17 483 millones y S/ 15 837 millones, respectivamente. Al comparar estos montos con el costo actualizado de los proyectos activos²⁶, se observa que la proporción de inversión comprometida en obras paralizadas fue mayor en los gobiernos regionales (8 por ciento), lo cual es consistente con una mayor incidencia de sobrecostos. En contraste, en el gobierno nacional y los gobiernos locales, dicha proporción fue de apenas 3 y 2 por ciento, respectivamente.

Obras paralizadas a diciembre de 2024

Nivel	Costo actualizado en inversiones activas (millones de S/)	Costo actualizado de obras paralizadas (millones de S/)	Incidencia (%)
Gob. Nacional	528 564	15 837	3%
Gob. Regional	229 035	17 483	8%
Gob. Locales	503 862	9 799	2%
Total	1 261 462	43 119	3%

Fuente: MEF y Contraloría General de la República. Cálculos y elaboración propia.

²⁵ Contraloría General de la República del Perú. (2024, diciembre). *Informe de obras paralizadas en el territorio nacional a diciembre 2024*. <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/7757259/6555301-informe-de-obras-paralizadas-en-el-territorio-nacional-a-diciembre-2024.pdf>

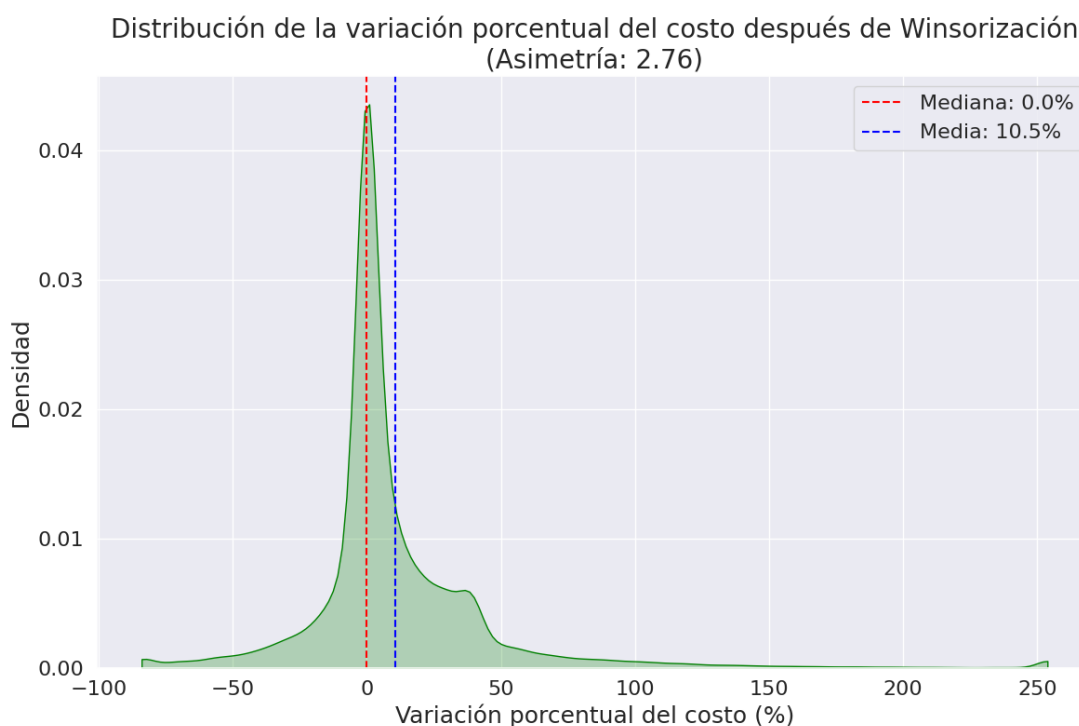
²⁶ El universo de proyectos activos está dado por las inversiones que han sido aprobadas o declaradas viables; por tanto, incluye también a las inversiones que no registran avance financiero. Datos a noviembre de 2024.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Magnitud de las desviaciones de costos

Para cuantificar la magnitud de los cambios en el monto viable, se calcula la variación porcentual entre el costo actualizado y dicho monto. Dado que este cálculo puede verse afectado por valores atípicos, se aplica un procedimiento de *winsorización*²⁷ con cortes en los percentiles 0,5 por ciento y 99,5 por ciento, con el fin de atenuar la influencia de estos valores extremos y obtener resultados más robustos.

Como resultado, se observa una distribución fuertemente asimétrica hacia la derecha, caracterizada por una concentración de masa de probabilidad en valores cercanos a cero y una cola extendida hacia valores positivos. Esta asimetría se cuantifica mediante un coeficiente de sesgo de 2,76, lo que indica una desviación significativa respecto a la simetría normal. La mediana de la variación porcentual de costos es 0 por ciento, reflejando que al menos el 50 por ciento de las observaciones no presentan incrementos de costos, mientras que la media aritmética alcanza 10,5 por ciento, influenciada por valores extremos en la cola superior.



Fuente: MEF. Cálculos y elaboración propia.

Asimismo, se estima el porcentaje del costo actualizado total que corresponde a proyectos con variaciones de costos dentro de rangos específicos. Por ejemplo, 18 918 inversiones culminadas presentaron una variación negativa, representando el 19 por ciento del costo actualizado total. Por otro lado, las inversiones con incrementos de costos inferiores al 10 por ciento concentraron el 18 por ciento del costo actualizado. Además, aproximadamente el 7 por ciento del valor total corresponde a proyectos cuyos costos se incrementaron en más del 100 por ciento respecto al monto viable; es decir, cuyo costo actualizado fue al menos igual al doble del monto viable. Este

²⁷ Dado que la variación porcentual del costo se calcula a partir de un cociente, pueden surgir valores extremos que distorsionan el análisis. Para corregir esto, se aplica *winsorización*: los valores por debajo del percentil 0,5 por ciento y por encima del 99,5 por ciento se reemplazan por los valores de corte respectivos. Esto permite conservar la estructura de la distribución sin que los extremos afecten las medidas agregadas, modificando únicamente el 1 por ciento de los registros.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

comportamiento podría estar influenciado por un mayor tiempo de ejecución, lo cual amplifica el impacto de los incrementos de precios sobre el costo efectivamente ejecutado.

Proyectos según el rango de variación de costos

Variación de Costo	Número de Proyectos	Suma de Costo Actualizado (millones S/)	Porcentaje del Costo Actualizado Total
Negativa	18 918	21 777	19%
Sin variación	21 055	17 058	15%
Positiva y menor que 10%	11 653	20 053	18%
Entre 10% y 20%	6 502	14 109	13%
Entre 20% y 30%	4 948	10 512	9%
Entre 30% y 40%	5 116	8 165	7%
Entre 40% y 50%	1 700	3 864	3%
Entre 50% y 100%	3 551	9 239	8%
Mayor a 100%	2 186	7 643	7%
Total General	75 629	112 421	100%

Fuente: MEF. Cálculos y elaboración propia.

Variación de costos ajustado por el efecto de la inflación

Para aislar el efecto de los cambios en precios, se procedió a ajustar los valores del monto viable y del costo actualizado mediante un indicador compuesto, elaborado a partir del índice de precios de materiales de construcción y del costo de la mano de obra, ambos con año base 2007. Como consecuencia, el promedio de la variación de costos descendió de 10,5 a 4,1 por ciento.

En síntesis, estos hallazgos evidencian que la magnitud de las desviaciones en las valorizaciones de las inversiones no puede explicarse únicamente por los cambios en los índices de precios de los insumos de la inversión pública; además, influyen factores como la proporción de obras paralizadas y el tiempo requerido para ejecutar una inversión, siendo este último aspecto vinculado tanto al tamaño de los proyectos como a la velocidad de ejecución.

V. Política monetaria y condiciones financieras

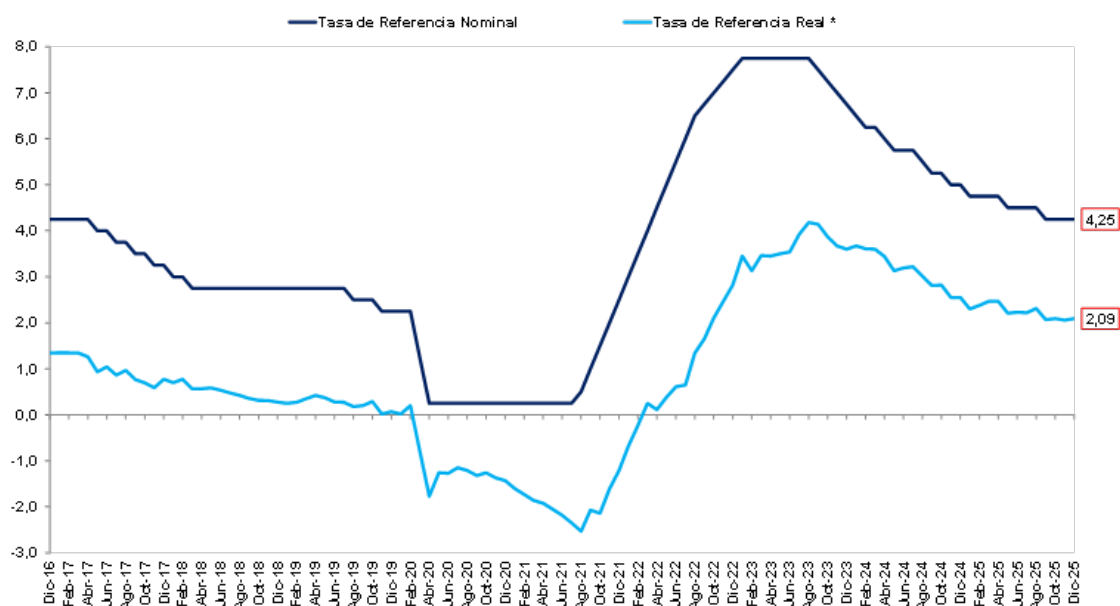
Acciones de política monetaria

70. El Directorio del BCRP decidió mantener la tasa de interés de referencia en 4,25 por ciento en las reuniones del Programa Monetario de octubre, noviembre y diciembre. Con ello, la tasa de interés de referencia en términos reales se ubica actualmente en 2,09 por ciento, muy cerca al nivel estimado como neutral (alrededor de 2,0 por ciento)²⁸. Este nivel es consistente con las proyecciones de la inflación y sus determinantes, en un contexto en que las expectativas de inflación e indicadores tendenciales se ubican cerca al centro del rango meta y con un crecimiento económico sin presiones inflacionarias de demanda.

En las notas informativas de octubre, noviembre y diciembre, el Directorio reafirmó su compromiso de adoptar las acciones necesarias para mantener la inflación en el rango meta.

71. Durante el ciclo de recorte de tasas de interés de política monetaria, entre setiembre de 2023 y setiembre de 2025, la tasa de interés de referencia acumuló una reducción de 350 puntos básicos.

Gráfico 62
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

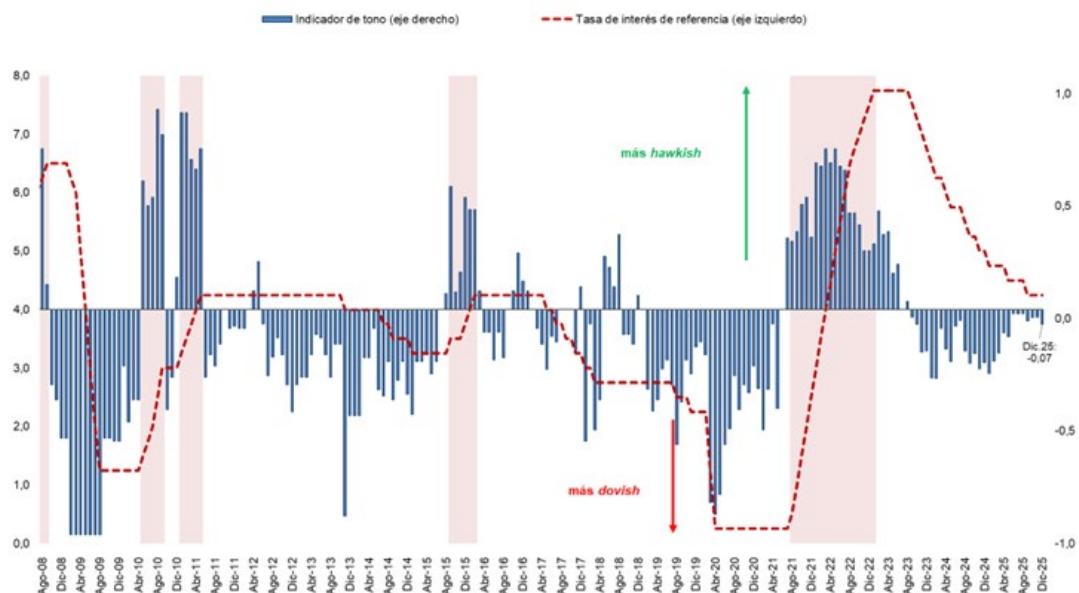
²⁸ La tasa de interés real neutral se define como aquella consistente con un escenario en que la economía se mantiene en su nivel potencial de producción, y con una tasa de inflación en su nivel de equilibrio de largo plazo. Ver Recuadro 5 en el Reporte de Inflación de setiembre 2023.

<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/ReporteInflacion/2023/setiembre/reporte-de-inflacion-setiembre-2023-recuadro-5.pdf>

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

72. Desde mayo de 2024, los comunicados de política monetaria destacan que el Directorio estará atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de la inflación sin alimentos y energía (SAE)²⁹. Este indicador se ubica en 1,8 por ciento a noviembre de 2025, y se proyecta que se mantenga alrededor de 2 por ciento.
73. Con respecto al tono de la Nota Informativa y las señales de comunicación de la política monetaria, el indicador de tono estimado por el BCRP se mantuvo en la zona *dovish*, aunque su valor se ha reducido a niveles más neutrales en los últimos meses.

Gráfico 63
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA E INDICADOR DE TONO DE POLÍTICA MONETARIA *
(Porcentaje y valor del índice)



* Para el indicador de tono de política monetaria, los valores positivos del índice indican un tono a favor de una posición contractiva (*hawkish*), mientras los valores negativos implican una comunicación con posición expansiva (*dovish*). Las áreas sombreadas corresponden a períodos de subida de la tasa de interés.

Fuente: BCRP. La metodología está basada en Vega, M. y Lahura, E. (2020). "Assessing central bank communication through monetary policy statements: Results for Colombia, Chile and Peru", DT. N°. 2020-017, BCRP.

Operaciones Monetarias

74. Las operaciones del BCRP se orientaron a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario. Para ello, entre inicios de setiembre y el cierre de noviembre, el BCRP inyectó liquidez en neto por S/ 4 647 millones, lo que comprende la colocación neta de Repo de Valores (S/ 3 543 millones), compras en la Mesa de Negociación por USD 510 millones (S/ 1 716 millones), la liquidación de tenencias de BTP (S/ 1 500 millones), la colocación neta de Subastas de Depósitos del Tesoro Público (S/ 1 395 millones) y el vencimiento neto de CD BCRP (S/ 1 196 millones). Esta inyección fue parcialmente compensada por el vencimiento neto de Repo de Monedas (S/ 2 200 millones), la colocación neta de Depósitos a

²⁹ La inflación interanual sin alimentos y energía refleja de forma más clara los componentes de demanda sobre los que actúa la política monetaria.

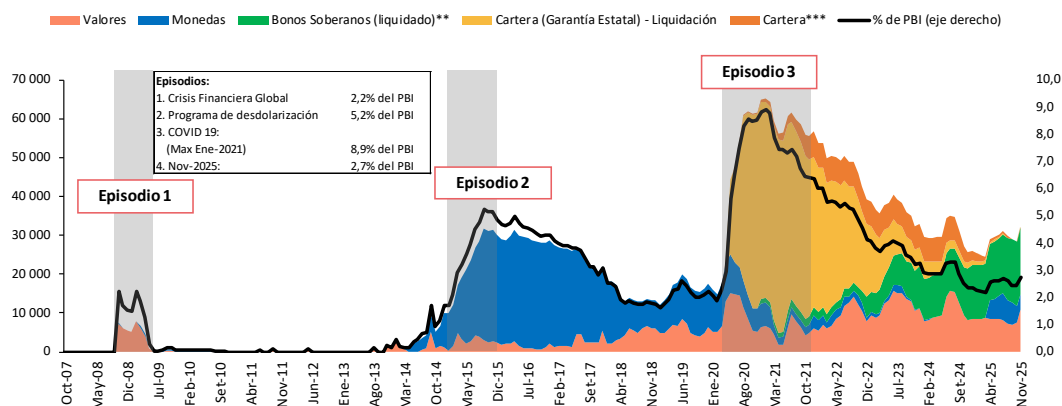
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Plazo y de Ventanilla (S/ 1 698 millones), el vencimiento de Repo de Cartera Alternativo (S/ 742 millones) y la amortización de Repo de Cartera con Garantía Estatal (S/ 62 millones).

En setiembre de 2025, se publicó la Ley N° 32445, la cual autoriza un octavo retiro de fondos de hasta 4 Unidades Impositivas Tributarias (UIT), equivalente a S/ 21 400, del fondo acumulado en la cuenta individual de capitalización de cada participante. En este contexto, al 12 de diciembre de 2025, se han realizado repos de valores con las AFP por un monto de S/ 5 900 millones a un plazo de 3 meses, y compras de moneda extranjera, con el propósito de evitar impactos no deseados sobre los mercados financieros. Al 12 de diciembre de 2025, las compras directas de dólares por parte del BCRP a las AFP ascienden a USD 206 millones. Asimismo, las Repo de Monedas, que se iniciaron en marzo de 2025, fueron renovadas parcialmente durante el trimestre.

El saldo total de operaciones de inyección fue S/ 32 014 millones al cierre de noviembre de 2025, mientras que el saldo de Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP) fue S/ 36 666 millones a la misma fecha. En términos del PBI nominal, a fines de noviembre, el saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente a 2,7 por ciento del PBI.

Gráfico 64
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
(En millones de soles)



* Al cierre de noviembre de 2025.

** Compra de bonos del Tesoro Público, en línea con el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP.

*** Operaciones de reporte de cartera de créditos.

Fuente: BCRP.

75. En cuanto a la composición del balance del BCRP, el saldo de las operaciones de inyección del BCRP se incrementó de 5,3 a 5,9 por ciento de los activos netos del BCRP entre el cierre de agosto y noviembre de 2025, debido principalmente al aumento de la participación de Repo de Valores (de 2,1 a 3,2 por ciento). En el mismo periodo, la participación de los depósitos del sector público en los pasivos netos del BCRP se redujo de 19,6 a 18,5 por ciento; mientras que la de los depósitos del sistema financiero se incrementó de 25,9 a 27,2 por ciento. Finalmente, los instrumentos de esterilización del BCRP (CD BCRP, y depósitos a plazo *overnight* y de ventanilla) elevaron su participación en los pasivos netos del BCRP de 12,8 en agosto de 2025 a 13,0 por ciento en noviembre de 2025; y el circulante aumentó su participación de 25,7 a 26,6 por ciento en el mismo periodo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 29
BALANCE SIMPLICADO DEL BCRP **
(Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic-23	Dic-24	Ago-25	Nov-25
I. Activos netos	100%	100%	100%	100%
1. Reservas Internacionales Netas	87,1%	91,1%	89,9%	88,9%
	(USD 71 033 mills.)	(USD 78 987 mills.)	(USD 87 753 mills.)	(USD 90 898 mills.)
2. Instrumentos de inyección del BCRP	9,1%	4,4%	5,3%	5,9%
Repo de Valores	3,6%	2,6%	2,1%	3,2%
Repo de Moneda	0,1%	0,0%	1,8%	1,1%
Repo de Cartera	2,1%	0,7%	0,2%	0,0%
Repo de Cartera con Garantía Estatal	1,6%	0,4%	0,0%	0,0%
Subasta de Depósitos del Tesoro Público	1,7%	0,7%	1,2%	1,6%
3. Bonos (Soberanos y Globales)	3,8%	4,5%	4,8%	5,3%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	25,4%	18,8%	19,6%	18,5%
En moneda nacional	19,9%	12,6%	12,4%	12,5%
En moneda extranjera	5,5%	6,2%	7,2%	6,0%
2. Depósitos totales del sistema financiero	20,3%	24,9%	25,9%	27,2%
En moneda nacional	4,8%	4,4%	3,9%	4,0%
En moneda extranjera	15,5%	20,5%	22,0%	23,2%
3. Instrumentos de esterilización del BCRP	13,7%	13,4%	12,8%	13,0%
CD BCRP	11,6%	11,2%	11,0%	10,7%
CDR BCRP	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Depósitos a Plazo	1,1%	1,8%	1,8%	2,1%
Depósitos overnight	0,9%	0,4%	0,0%	0,2%
4. Circulante	24,9%	25,7%	25,7%	26,6%
5. Otros*	15,7%	17,2%	16,0%	14,8%

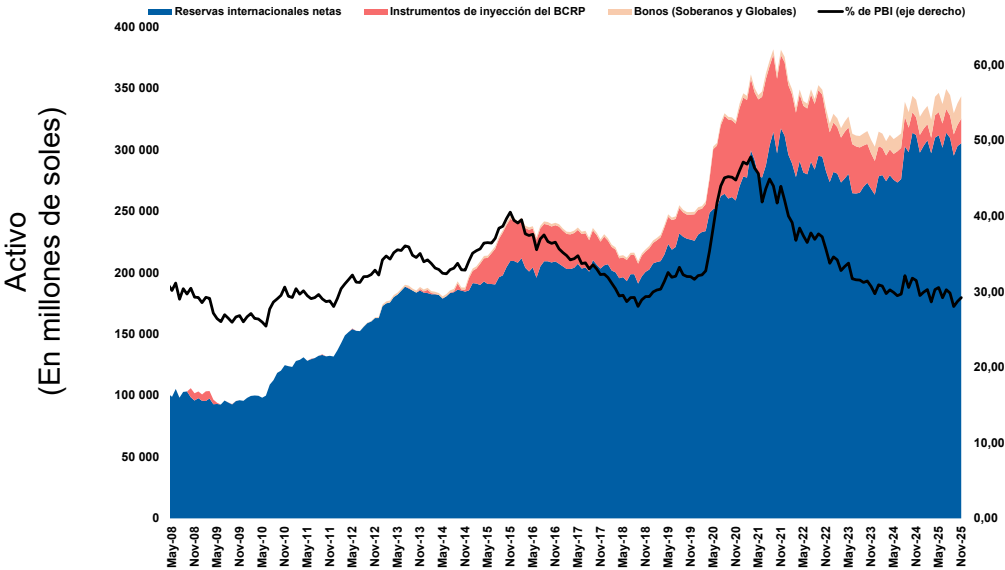
* Incluye patrimonio y otras cuentas.

** Información al cierre de noviembre de 2025.

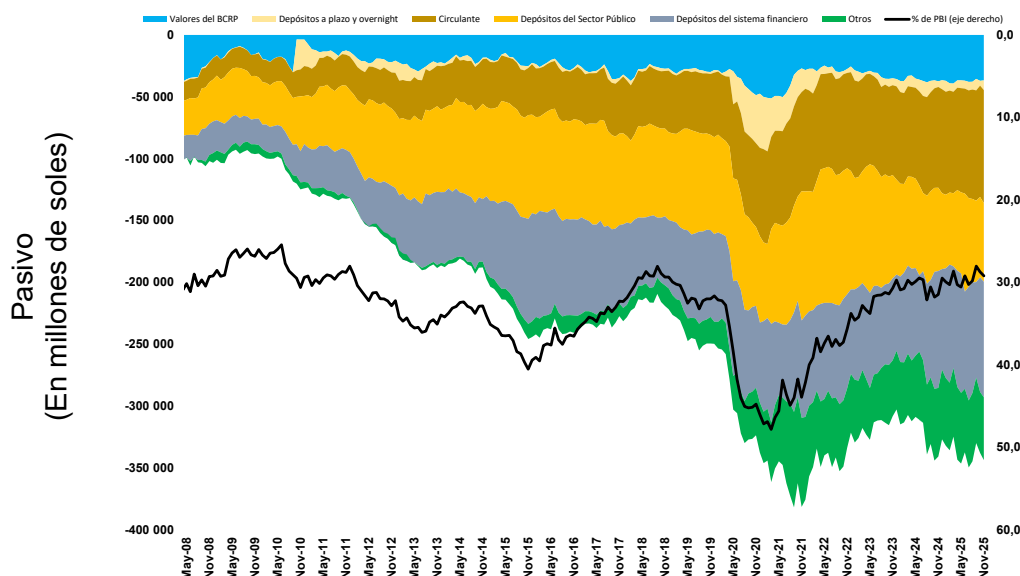
Fuente: BCRP.

Con relación al tamaño del balance del BCRP, en noviembre de 2025 los activos del BCRP ascendieron a S/ 343 723 millones, equivalente a 29,2 por ciento del PBI, menor al observado al cierre de agosto de 2025 (29,8 por ciento del PBI), y en línea con su nivel prepandemia.

Gráfico 65
Evolución del Balance del BCRP: 2008-2025



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



Fuente: BCRP.

76. Entre el cierre de agosto y noviembre de 2025, el plazo residual de las operaciones de inyección se redujo de 50 a 46 días. Esta reducción se explica principalmente por la amortización de Repo de Cartera con Garantía Estatal, el vencimiento de Repo de Cartera y el vencimiento neto de Repo de Monedas.

Por su parte, el plazo residual de las operaciones de esterilización se incrementó en 3 días (de 103 a 106 días) entre agosto y noviembre de 2025. Este incremento se explica por el mayor monto de colocaciones de CD BCRP a plazos mayores a 3 meses.

Como resultado, entre el cierre de agosto y noviembre de 2025, el plazo residual neto ponderado de operaciones del BCRP³⁰ disminuyó en 1 día. Así, el plazo promedio de los instrumentos de esterilización monetaria (pasivos del BCRP) superó en 59 días al de los instrumentos de inyección de liquidez (activos del BCRP).

³⁰ El plazo residual neto ponderado es la diferencia entre el plazo residual de operaciones de inyección y esterilización, ponderado por el saldo de cada instrumento. Se calcula según la fórmula:

$$\text{Plazo Residual Neto Ponderado} = \frac{\text{Saldo Inyección}}{\text{Saldo Inyección} + \text{Saldo Esterilización}} * PR \text{ Inyección} - \frac{\text{Saldo Esterilización}}{\text{Saldo Inyección} + \text{Saldo Esterilización}} * PR \text{ Esterilización}, \text{ donde } PR \text{ se refiere a los plazos residuales de las operaciones de inyección y esterilización, respectivamente.}$$

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

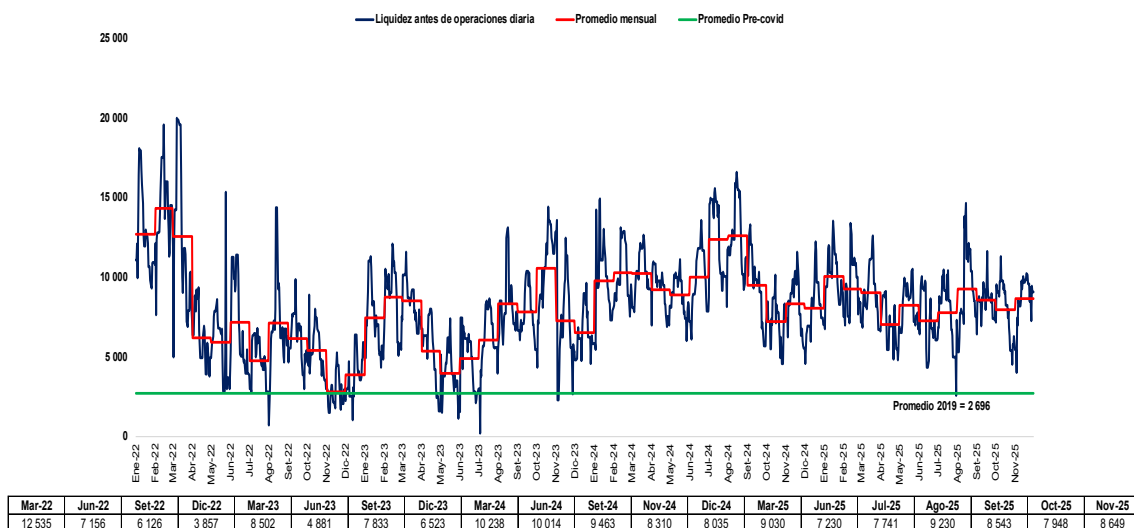
Gráfico 66
PLAZO RESIDUAL NETO PONDERADO DE OPERACIONES DEL BCRP*
(En días)



* Un plazo residual neto ponderado positivo refleja que el plazo promedio de las operaciones de inyección es mayor que el de las de esterilización.
Nota: Al cierre de noviembre.
Fuente: BCRP.

Por su parte, entre el cierre de agosto y de noviembre de 2025, el promedio diario de la liquidez antes de operaciones de las empresas bancarias³¹ disminuyó de S/ 9 230 millones a S/ 8 649 millones. Esta reducción se explica principalmente por la regularización del incremento registrado en agosto, asociado a una mayor inyección fiscal como consecuencia del pago de cupones de bonos soberanos.

Gráfico 67
LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
(En millones de soles)



Nota: Al cierre de noviembre.
Fuente: BCRP.

³¹ Se considera la cuenta corriente agregada de las empresas bancarias en el BCRP al inicio de la jornada. Específicamente, considera el saldo antes de las operaciones con el ente emisor, una vez incorporados los vencimientos netos de instrumentos netos de inyección y la esterilización del día anterior, y el efecto de otros factores exógenos.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Mercados financieros

77. En el cuarto trimestre de 2025, las condiciones financieras en moneda nacional continuaron incorporando la reducción de la tasa de referencia del mes de setiembre (25 puntos básicos). En los mercados monetarios, la mayoría de las tasas de créditos y depósitos bancarios disminuyeron, especialmente aquellas de menor plazo.

En el mercado de préstamos interbancarios no colateralizados, la tasa de interés interbancaria *overnight* se ubicó en su nivel de referencia. Durante el cuarto trimestre, el monto promedio diario negociado se ubicó en S/ 1 367 millones, cifra superior al promedio transado en el tercer trimestre (S/ 1 291 millones).

Cuadro 30
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL ^{1/}
(En porcentaje)

	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Mar-25	Jun-25	Set-25	Dic-25	Prom. desde 2010 2/
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	8,1	6,7	4,5	4,5	4,5	4,4	4,3	3,9
TIPMN	3,0	3,5	2,4	2,3	2,3	2,2	2,0	2,3
FTIPMN	3,7	3,1	2,2	2,4	2,3	2,2	2,0	2,3
Depósitos hasta 30 días	7,4	6,7	4,4	4,2	4,2	4,2	4,0	3,6
Personas	3,7	3,3	3,3	3,1	3,0	3,2	3,3	2,5
Empresas	7,4	6,7	4,4	4,2	4,2	4,2	4,0	3,6
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	7,5	6,6	4,4	4,2	4,3	4,2	4,1	3,8
Personas	3,7	6,1	3,9	3,6	3,8	3,9	3,7	2,4
Empresas	7,8	6,8	4,7	4,5	4,5	4,4	4,3	3,9
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	7,6	6,2	4,1	4,0	3,9	3,9	4,0	3,9
Personas	4,8	5,9	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4	2,9
Empresas	8,5	6,9	4,8	4,6	4,5	4,4	4,5	4,2
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	7,6	5,7	4,2	4,1	4,0	4,1	4,2	4,1
Personas	6,9	5,0	3,7	3,7	3,8	4,0	3,9	3,8
Empresas	7,8	6,2	4,6	4,5	4,3	4,2	4,5	4,3
Depósitos a plazo de más de 360 días	6,8	5,4	4,1	3,8	3,6	3,9	4,0	4,3
Personas	5,9	5,0	3,7	3,4	3,3	3,6	3,7	4,3
Empresas	7,8	6,0	4,5	4,4	4,5	4,4	4,4	4,3
CTS	2,6	2,0	2,0	3,3	2,0	2,5	2,3	3,0
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	9,2	7,5	5,1	5,0	5,0	4,9	4,8	4,7
TAMN	14,5	15,9	15,0	14,8	15,1	15,5	15,9	15,6
FTAMN	28,3	28,4	27,5	28,5	30,3	29,4	29,8	22,0
Corporativos	8,9	8,1	5,8	5,7	5,8	5,8	5,6	5,4
Grandes Empresas	10,6	10,2	8,4	7,7	7,8	7,8	7,6	7,1
Medianas Empresas	14,1	13,3	10,3	10,5	9,8	10,7	10,1	10,4
Pequeñas Empresas	22,5	22,9	19,8	20,2	19,8	20,1	19,6	20,4
Microempresas	35,7	37,7	46,3	65,1	65,7	70,6	68,7	35,7
Microempresas 3/	39,3	43,9	48,8	58,0	55,6	56,2	56,8	41,5
Consumo	49,6	56,9	59,9	57,0	57,0	55,6	59,4	44,5
Consumo 3/	47,7	54,3	55,6	60,2	56,3	55,9	55,3	48,6
Hipotecario	9,9	9,1	8,2	8,0	7,9	7,92	7,91	8,4

1/Tasas en términos anuales de las operaciones de las empresas bancarias en los últimos 30 días.

2/ Calculado a partir de setiembre de 2010. En el caso del crédito de consumo del sistema financiero es promedio desde octubre de 2019.

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

El 14 de julio de 2023, la SBS publicó la resolución N°2368-2023, en la cual modificó las definiciones de los segmentos crediticios de las empresas, los cuales entraron en vigor a partir del 1 de octubre de 2024.

Al 12 de diciembre.

Fuente: BCRP y SBS.

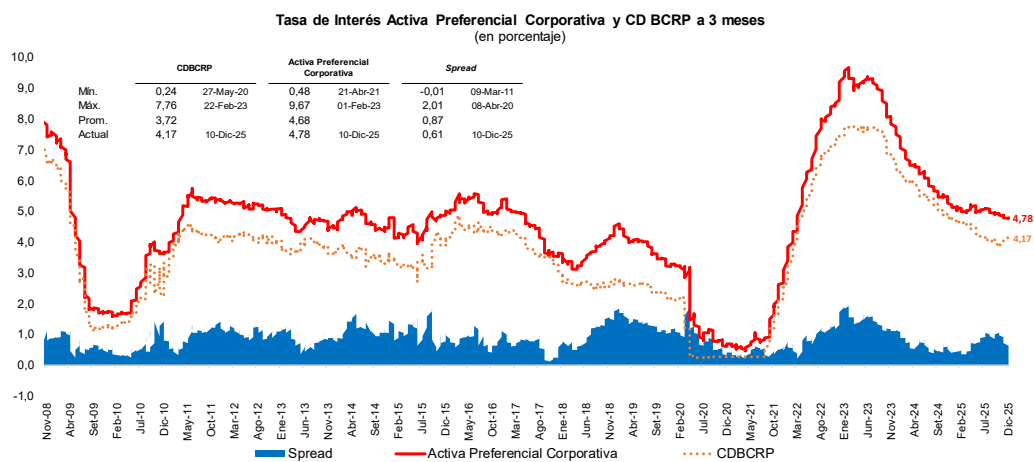
En el caso de las tasas de interés preferenciales corporativas activas y pasivas, las cuales se caracterizan por ser representativas del mercado y de las condiciones financieras de las empresas bancarias, estas disminuyeron en la mayoría de los plazos durante el cuarto trimestre y en mayor magnitud al plazo *overnight*. Así, entre setiembre y diciembre de 2025, las tasas de interés activas y pasivas entre plazos

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

overnight y doce meses acumularon reducciones promedio de 14 y 4 puntos básicos, respectivamente (19 y 10 puntos básicos, respectivamente al plazo *overnight*).

El *spread* entre la tasa de interés activa preferencial corporativa y CD BCRP a 3 meses se redujo entre el tercer y el cuarto trimestre de 2025 de 99 a 61 puntos básicos, tras un incremento de la tasa del CD BCRP y una reducción de la tasa preferencial.

Gráfico 68
TASAS DE INTERÉS ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y DE CD-BCRP A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 12 de diciembre.
Fuente: BCRP y SBS.

78. En el mercado de créditos bancarios, las tasas de interés activas en moneda nacional disminuyeron en la mayoría de los segmentos, especialmente las de mayor riesgo crediticio. En esa línea, en el cuarto trimestre de 2025, las tasas de interés de los sectores de medianas, pequeñas y microempresas disminuyeron en 59, 47 y 186 puntos básicos, respectivamente. Por otro lado, el segmento de consumo destacó con el mayor incremento en su tasa de interés.

En el mismo horizonte, la tasa de interés promedio de los créditos asociados al sector hipotecario se redujo ligeramente de 7,92 a 7,91 por ciento; mientras que la tasa de rendimiento del bono soberano peruano a 10 años disminuyó de 6,05 a 5,83 por ciento entre setiembre y diciembre. El saldo del crédito hipotecario de las empresas bancarias aumentó de S/ 65,8 a 66,4 miles de millones entre setiembre y octubre de 2025.

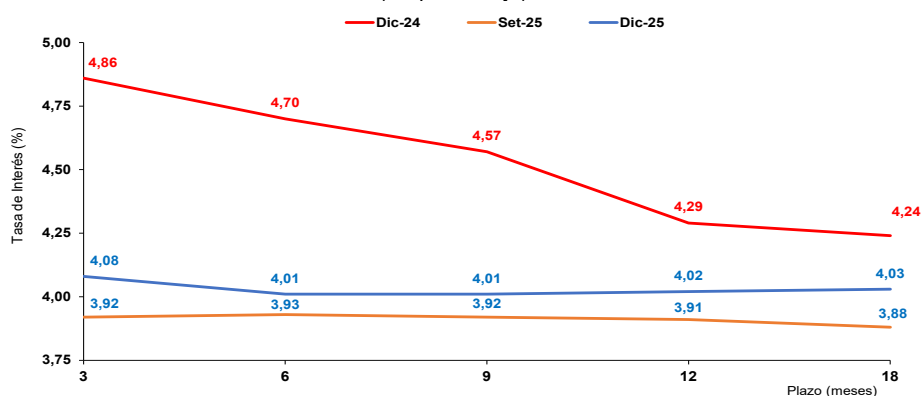
En el mercado de depósitos bancarios, las tasas de interés presentaron un comportamiento mixto y con reducciones de mayor magnitud en comparación al tercer trimestre. Por tipo de depositante, entre las tasas de interés pagadas a las personas, destaca la reducción al plazo de entre 91 y 180 días (15 puntos básicos); y el incremento al plazo de más de 360 días (5 puntos básicos). Por su parte, las tasas remuneradas a las empresas disminuyeron a plazos de hasta 30 días y entre 31 y 90 días en promedio 12 puntos básicos; mientras que, en los plazos mayores, se registraron aumentos de 10 puntos básicos en promedio. En el caso de la tasa de interés de depósitos CTS, esta disminuyó desde 2,49 por ciento en setiembre de 2025 hasta 2,34 por ciento en diciembre de 2025. El saldo de este tipo de depósitos

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

en moneda nacional disminuyó entre diciembre de 2024 y octubre de 2025 de S/ 4 447 a S/ 4 420 millones.

79. La curva de los Certificados de Depósito (CD BCRP) registró un desplazamiento al alza entre los meses de setiembre y diciembre. La variación trimestral de las tasas de rendimiento a plazos entre 3 y 18 meses corresponde a un aumento promedio de 12 puntos básicos, a diferencia de la reducción promedio registrada en el segundo trimestre (23 puntos básicos). Desde inicios del tercer trimestre de 2024, el BCRP viene realizando regularmente subastas de CDBCRP a plazos largos (entre 12 y 18 meses), y con ello el nuevo punto de referencia viene ayudando a la formación de una curva de corto plazo para el sector privado.

Gráfico 69
CURVA DE RENDIMIENTO DE CD-BCRP ^{1/}
(En porcentaje)



^{1/} Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.

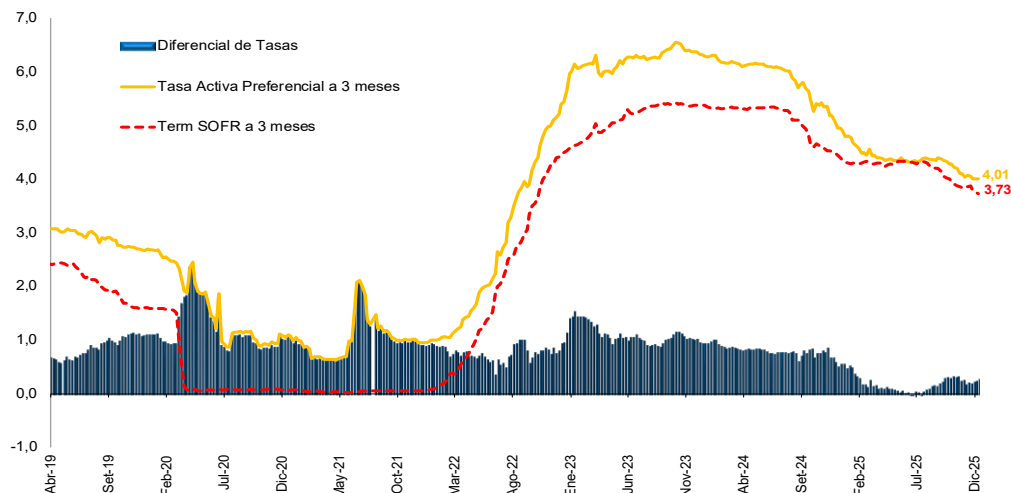
Al 15 de diciembre.

Fuente: BCRP.

80. En el mercado monetario en dólares, la mayoría de las tasas de interés disminuyeron en el cuarto trimestre de 2025, en línea con la reducción en la tasa de política monetaria de Estados Unidos, y la expectativa del mercado de futuros de recortes adicionales en la tasa de la Reserva Federal. En el mercado interbancario, la tasa de interés *overnight* se redujo a 4,00 por ciento en diciembre de 2025. En el caso de las tasas de interés preferenciales, estas disminuyeron en todos sus plazos, destacando la mayor reducción de las tasas activas. Por su parte, la *Term SOFR* a 3 meses disminuyó de 4,00 por ciento en setiembre a 3,73 por ciento en diciembre. El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa *Term SOFR* a 3 meses disminuyó de 0,29 a 0,28 puntos porcentuales en el mismo horizonte.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 70
TASA DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y CME Term-SOFR A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 12 de diciembre.

Fuente: *Chicago Mercantile Exchange*, BCRP

En el mercado de créditos bancarios en moneda extranjera, en el cuarto trimestre de 2025 las tasas de interés presentan comportamientos mixtos. Por un lado, el segmento corporativo y de pequeñas empresas presentaron incrementos de 4 y 5 puntos básicos, respectivamente. Por otro lado, las tasas cobradas a las grandes, medianas y microempresas se redujeron en 28 puntos básicos en promedio. La tasa de interés del crédito hipotecario disminuyó ligeramente, de 6,82 a 6,80 por ciento entre setiembre y diciembre de 2025; mientras que la tasa de rendimiento del bono global a 10 años disminuyó de 5,17 a 5,12 por ciento, en similar horizonte.

Por su parte, la mayoría de las tasas de los depósitos en dólares disminuyeron en el cuarto trimestre de 2025, y en mayor magnitud las remuneradas a las empresas. En el caso de la tasa de interés de los depósitos CTS en las empresas bancarias, esta disminuyó de 1,19 por ciento en setiembre a 0,92 por ciento en diciembre.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 31
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA ^{1/}
(En porcentaje)

	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Mar-25	Jun-25	Set-25	Dic-25	Prom. desde 2010 2/
Pasivas								
Preferencial Corporativa 90 días	4,7	5,3	3,9	3,7	3,6	3,5	3,3	1,7
TIPMEX	1,2	1,9	1,7	1,6	1,5	1,4	1,1	0,8
FTIPMEX	2,3	3,3	2,8	2,6	2,7	2,7	2,4	1,1
Depósitos hasta 30 días	3,6	5,1	3,7	3,4	3,5	3,4	3,1	1,4
Personas	1,1	3,4	2,8	2,5	2,8	2,6	2,6	1,0
Empresas	3,6	5,1	3,7	3,4	3,5	3,4	3,1	1,4
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	3,3	4,8	3,8	3,5	3,3	3,3	3,1	1,6
Personas	1,7	3,8	3,1	2,8	2,8	2,8	2,7	1,1
Empresas	3,4	5,1	4,1	3,7	3,6	3,6	3,3	1,7
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,4	3,6	3,1	2,9	2,9	2,8	2,6	1,5
Personas	2,1	3,2	2,9	2,7	2,6	2,6	2,4	1,2
Empresas	4,6	5,0	3,9	3,4	3,6	3,3	3,3	1,8
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,8	3,5	3,1	2,8	2,9	3,0	2,5	1,6
Personas	3,2	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	2,4	1,4
Empresas	4,9	5,5	3,9	3,0	3,5	3,4	3,2	1,8
Depósitos a plazo de más de 360 días	3,5	4,1	3,6	2,4	2,9	2,5	2,4	1,7
Personas	2,9	3,0	2,4	2,4	2,7	2,5	2,4	1,5
Empresas	4,8	5,2	4,1	3,6	3,6	3,1	2,0	1,9
CTS	1,1	0,9	0,9	1,1	1,0	1,2	0,9	1,4
Activas								
Preferencial Corporativa 90 días	6,0	6,3	4,8	4,4	4,3	4,3	4,0	2,7
TAMEX	9,3	10,9	10,6	9,9	9,7	9,7	9,9	8,1
FTAMEX	10,9	13,0	12,4	12,2	11,0	11,6	13,1	8,6
Corporativos	6,1	7,5	6,3	5,8	5,6	5,4	5,5	3,7
Grandes Empresas	7,8	8,8	7,5	7,2	7,0	6,7	6,5	5,8
Medianas Empresas	8,8	9,8	9,1	8,7	8,9	8,8	8,6	8,0
Pequeñas Empresas	12,2	13,2	10,0	9,9	9,6	9,3	9,4	11,5
Microempresas	12,7	15,5	10,7	13,5	19,7	24,2	23,8	16,1
Microempresas 3/	9,4	16,1	10,7	19,4	16,4	16,4	19,9	13,5
Consumo	41,0	45,9	48,3	46,1	46,9	49,0	52,0	33,6
Consumo 3/	37,1	40,8	47,6	49,4	48,1	46,3	48,3	39,9
Hipotecario	8,3	7,9	7,1	7,0	7,0	6,8	6,8	7,0

1/Tasas en términos anuales de las operaciones de las empresas bancarias en los últimos 30 días.

2/ Calculado a partir de setiembre de 2010. En el caso del crédito de consumo del sistema financiero es promedio desde octubre de 2019.

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

El 14 de julio de 2023, la SBS publicó la resolución N°2368-2023, en la cual modificó las definiciones de los segmentos crediticios de las empresas, los cuales entraron en vigor a partir del 1 de octubre de 2024.

Al 12 de diciembre.

Fuente: BCRP y SBS.

81. El diferencial de tasas de interés de política monetaria del BCRP y la Reserva Federal (Fed) se incrementó de 0 a 0,50 puntos porcentuales entre setiembre y diciembre de 2025. En dicho periodo, la tasa de la Fed disminuyó de 4,25 a 3,75 por ciento, mientras que la tasa de interés de referencia del BCRP se mantuvo en 4,25 por ciento. Este incremento en el diferencial en las tasas de política se trasladó a algunas tasas de interés del sistema financiero. Los casos de diferencial negativo, registrados mayoritariamente durante el año 2024, se explican principalmente por reducciones de mayor magnitud en las tasas de interés en soles respecto a las tasas en dólares.

En 2025, al 12 de diciembre, los diferenciales de tasas de interés muestran, en su mayoría, valores positivos. En el mercado de créditos, todos los segmentos presentan diferenciales positivos en diciembre, en línea con la trayectoria observada desde abril de 2025. De manera similar, en el mercado de depósitos a plazo, tanto personas naturales como empresas presentan diferenciales positivos en todos los plazos.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 32
DIFERENCIALES DE TASAS DE INTERÉS EN SOLES Y DÓLARES
(En puntos porcentuales)

Mercado Monetario

	Dic-23	Mar-24	Jun-24	Set-24	Dic-24	Mar-25	Jun-25	Set-25	Dic-25
Política Monetaria	1,25	0,75	0,25	0,25	0,50	0,25	0,00	0,00	0,50
Interbancaria	1,25	0,75	-0,08	0,25	0,44	0,25	0,13	0,00	0,25
<u>Preferencial Activa Corporativa</u>									
1 Mes	1,26	0,57	-0,05	-0,08	0,30	0,54	0,66	0,66	0,80
3 Meses	1,22	0,41	-0,01	-0,03	0,32	0,59	0,69	0,64	0,78
6 Meses	1,16	0,33	-0,16	0,12	0,14	0,59	0,68	0,68	0,78
<u>Preferencial Pasiva Corporativa</u>									
1 Mes	1,58	0,85	0,41	0,29	0,67	0,78	0,85	0,85	0,95
3 Meses	1,45	0,67	0,35	0,25	0,60	0,75	0,87	0,90	1,04
6 Meses	1,32	0,60	0,26	0,38	0,53	0,74	0,89	0,97	1,09

Mercado de Créditos Bancarios

	Dic-23	Mar-24	Jun-24	Set-24	Dic-24	Mar-25	Jun-25	Set-25	Dic-25
<u>Crédito</u>									
Corporativo	0,58	-0,18	-0,80	-0,33	-0,44	-0,10	0,14	0,35	0,12
Grandes Empresas	1,39	0,60	0,58	0,59	0,86	0,49	0,73	1,07	1,12
Medianas Empresas	3,50	3,16	2,04	3,25	1,18	1,80	0,89	1,88	1,47
Pequeñas Empresas	9,61	8,84	8,35	8,50	9,77	10,36	10,23	10,78	10,26
Microempresas	22,21	29,94	30,41	32,02	35,60	51,60	46,02	46,45	44,99
Microempresas 1/	27,77	34,97	35,00	34,40	38,11	38,61	39,16	39,81	36,95
Consumo	10,95	9,63	11,61	8,57	11,58	10,89	10,07	6,58	7,38
Consumo 1/	13,48	11,78	9,78	12,08	7,94	10,75	8,22	9,63	7,06
Hipotecario	1,20	1,17	1,34	1,50	1,12	0,95	0,90	1,10	1,11
TAMN-TAMEX	5,00	4,68	4,68	3,93	4,47	4,87	5,44	5,77	5,96
FTAMN-FTAMEX	15,48	14,84	12,40	13,79	15,17	16,36	19,27	17,80	16,65

Mercado de Depósitos Bancarios

	Dic-23	Mar-24	Jun-24	Set-24	Dic-24	Mar-25	Jun-25	Set-25	Dic-25
<u>Personas Naturales</u>									
Hasta 30 días	-0,11	0,05	-0,17	-0,07	0,41	0,60	0,24	0,52	0,73
31-90 días	2,22	1,86	1,32	1,09	0,84	0,84	1,06	1,08	1,01
91-180 días	2,64	1,73	1,02	0,97	0,82	0,86	1,03	0,91	0,98
181-360 días	2,31	1,98	1,35	0,77	1,03	0,89	1,04	1,14	1,49
Más de 360 días	1,99	1,99	1,35	1,40	1,27	1,06	0,63	1,11	1,22
<u>Personas Jurídicas</u>									
Hasta 30 días	1,62	0,60	0,43	0,21	0,67	0,79	0,77	0,72	0,89
31-90 días	1,63	0,93	0,70	0,20	0,65	0,79	0,89	0,86	0,99
91-180 días	1,86	0,64	0,44	0,27	0,86	1,19	0,97	1,12	1,12
181-360 días	0,71	0,63	-0,05	0,69	0,72	1,49	0,80	0,81	1,26
Más de 360 días	0,74	0,52	0,22	0,34	0,40	0,84	0,91	1,23	2,40
<u>Total</u>									
Ahorro	0,04	-0,01	-0,02	-0,09	-0,01	0,00	0,00	0,01	-0,04
Hasta 30 días	1,62	0,60	0,44	0,21	0,67	0,79	0,78	0,72	0,89
31-90 días	1,81	1,05	0,82	0,38	0,59	0,70	0,97	0,95	1,03
91-180 días	2,64	1,51	0,53	0,81	0,97	1,11	0,99	1,04	1,38
181-360 días	2,28	1,68	0,89	0,88	1,05	1,29	1,14	1,10	1,65
Más de 360 días	1,25	1,50	1,10	1,22	0,50	1,36	0,75	1,31	1,53
A plazo	1,63	0,64	0,47	0,23	0,67	0,79	0,78	0,73	0,91
CTS	1,13	2,37	1,36	1,34	1,11	2,24	1,01	1,30	1,42
TIPMN - TIPMEX	1,61	1,24	0,91	0,59	0,69	0,74	0,79	0,80	0,87
FTIPMN-FTIPMEX	-0,18	-0,36	-0,78	-0,81	-0,62	-0,25	-0,41	-0,52	-0,38

1/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

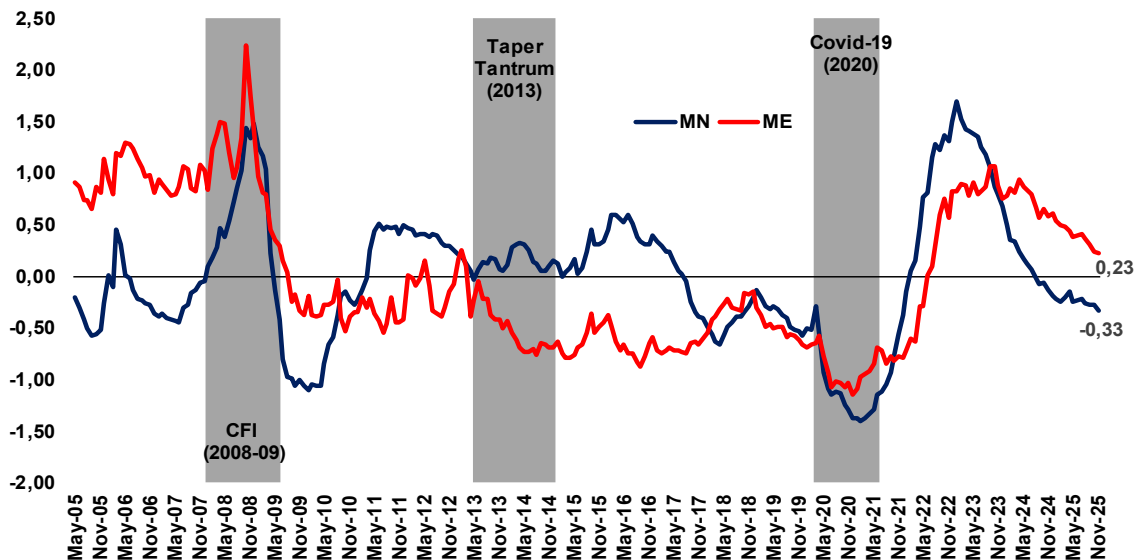
Al 12 de diciembre.

Fuente: BCRP y SBS.

82. En el caso de las condiciones financieras a noviembre, en moneda nacional se mantienen flexibles, y en el tramo acomodaticio desde agosto de 2024, en línea con tasas de interés del sistema financiero que se vienen reduciendo desde dicho periodo. Por su parte, las condiciones financieras en moneda extranjera vienen flexibilizándose consecutivamente desde julio de 2025, en un contexto de reducción de la tasa de interés de política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos, y en donde continúan las expectativas de futuros recortes.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 71
Índices de Condiciones Financieras en Perú (2005 - 2025)

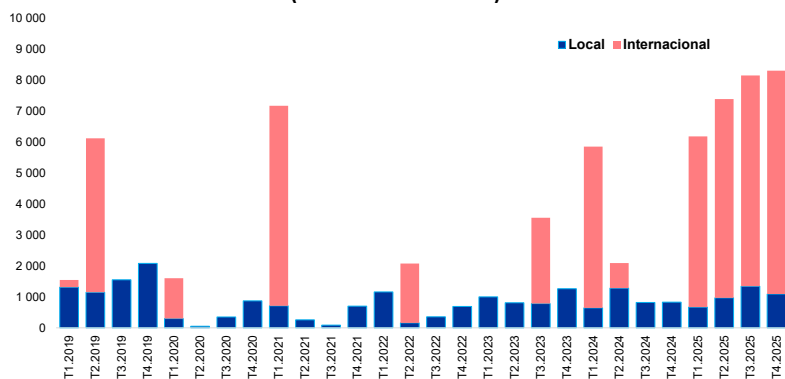


Nota: Basado en el documento "Estimación de nuevos índices de condiciones financieras para la economía peruana" de Pérez, F. (2024). Documentos de Trabajo 2024-012, Banco Central de Reserva del Perú. Se utiliza la metodología de análisis de componentes principales en un conjunto de datos de tasas de interés y *spreads* para la construcción de los índices en ambas monedas. Datos al cierre de noviembre.
Fuente: BCRP.

Mercado de renta fija

83. Las colocaciones del sector privado en el mercado bonos mantuvieron su dinamismo en el cuatro trimestre de 2025, impulsadas principalmente por las emisiones en el mercado internacional. Las empresas peruanas continuaron aprovechando las condiciones favorables de financiamiento en el mercado externo. En el mercado local, las colocaciones mediante oferta pública ascendieron a S/ 1 097 millones entre octubre y diciembre, por debajo de los S/ 1 350 millones del trimestre previo. En contraste, en el mercado internacional se emitieron USD 2 142 millones³², superando el monto registrado en el tercer trimestre (USD 1 925 millones).

Gráfico 72
COLOCACIONES DE BONOS DEL SECTOR PRIVADO
(en millones de S/)



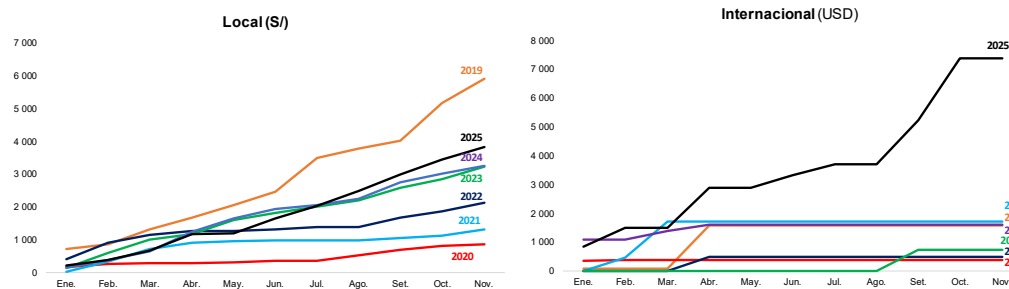
Al 12 de diciembre.
Fuente: Reuters y SMV.

³² Las empresas Luz del Sur, Inretail Shopping Malls, Volcán y el Banco de Crédito del Perú fueron los emisores del trimestre.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En 2025, las colocaciones locales acumuladas alcanzaron los S/ 4 091 millones, superando los niveles registrados en los años 2020, 2021, 2022, 2023 y 2024; y por debajo del total colocado únicamente en el año 2019. Por su parte, las emisiones internacionales acumuladas en 2025 (USD 7 378 millones) superan los montos colocados en años anteriores, siguiendo una tendencia similar a la observada en las emisiones soberanas de economías emergentes.

Gráfico 73
COLOCACIONES ACUMULADAS POR MES DEL SECTOR PRIVADO
(en millones)



Al 12 de diciembre.
Fuente: Reuters y SMV.

En el caso de las entidades no residentes que emiten valores en soles, en lo que va del cuarto trimestre de 2025 se colocaron S/ 477 millones, con plazos entre 3 meses y 10 años. El monto total colocado en 2025 ascendió a S/ 2 644 millones, superando lo registrado en 2024 (S/ 1 049 millones), 2023 (S/ 1 347 millones) y 2022 (S/ 1 883 millones).

84. El valor de las carteras administradas por los inversionistas institucionales disminuyó en el cuarto trimestre de 2025, explicado principalmente por la reducción de los portafolios de las AFP y de los fondos mutuos; mientras que las empresas de seguros mantuvieron el crecimiento observado en trimestres previos.

La cartera de inversiones de las AFP disminuyó de S/ 122,3 mil millones a fines de setiembre a S/ 119,3 mil millones a fines de noviembre, principalmente por el menor valor de los instrumentos de renta variable local (S/ 1 112 millones), depósitos en el sistema financiero local (S/ 934 millones), y de fondos mutuos y de inversión en el exterior (S/ 432 millones). La participación de los activos administrados en activos en el exterior, y la dolarización aumentó en 0,8 y 0,7 puntos porcentuales, respectivamente.

El 20 de setiembre de 2025, se promulgó la Ley N° 32445, que autoriza un octavo retiro de fondos de hasta 4 UIT de las Cuentas Individuales de Capitalización (CIC) para todos los afiliados al SPP. En este contexto, y en línea con episodios anteriores, el BCRP viene otorgando liquidez, mediante operaciones repos y compras de dólares, con el objetivo de evitar una liquidación de valores, de montos significativos en un corto periodo de tiempo, por parte de las AFP. Estas acciones buscan mitigar los impactos no deseados sobre las tasas de interés de los BTP y la estabilidad de los mercados financieros.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 33
CARTERA ADMINISTRADA DE LAS AFP
(En millones de soles)

	Saldo				Variación	
	Dic. 19	Dic. 24	Set. 25	Nov. 25	Nov - Set. 25	Nov. 25 - Dic. 19
A. Inversiones Locales	95 347	58 516	63 581	63 535	- 46	-31 812
1. Renta Fija	66 309	28 522	32 301	33 810	1 509	-32 499
Del cual:						
Bonos de Gobierno (BTP)	40 431	19 738	23 956	24 005	49	-16 426
Bonos del Sector Privado	25 878	8 190	8 345	9 264	919	-16 614
Sistema Financiero	8 232	2 206	1 868	2 030	162	-6 201
Sistema No Financiero	17 647	5 984	6 477	7 234	757	-10 413
2. Renta Variable	19 589	17 734	17 618	16 505	-1 112	-3 083
3. Cuentas Corrientes	884	108	93	201	108	- 683
4. Depósitos en el sistema financiero	2 969	5 267	7 467	6 533	- 934	3 564
5. Fondos mutuos y de Inversión	5 336	3 996	3 515	3 305	- 209	-2 031
6. Corto Plazo (CD, Papel Comercial)	0	1 713	1 109	1 164	55	1 164
7. Otros	261	1 176	1 480	2 017	537	1 756
B. Inversiones en el Extranjero	78 448	49 563	59 432	58 966	- 466	-19 482
1. Renta Fija	7 237	3 880	4 798	4 482	- 317	-2 755
2. Renta Variable	32	2 364	1 863	2 171	308	2 139
3. Depósitos	151	183	435	428	- 7	277
4. Fondos Mutuos y de Inversión	70 705	42 119	51 029	50 597	- 432	-20 108
5. Cuentas Corrientes	323	521	623	552	- 71	228
6. Otros	0	497	4 409	5 078	669	5 078
Operaciones en tránsito	1 028	-1 103	- 751	-3 221	-2 470	-4 250
Cartera administrada	174 823	106 976	122 262	119 280	-2 982	-55 544
Inv. en el Exterior / Cartera Adm.	44,9%	46,3%	48,6%	49,4%	0,8%	4,6%
Grado de dolarización de la cartera	56,5%	60,9%	63,8%	64,5%	0,7%	8,0%
Depósitos en el SF local y ext. / Cartera Adm.	1,8%	4,9%	6,5%	5,8%	-0,6%	4,1%
Tipo de cambio (Soles por dólar)	3,384	3,757	3,471	3,362		

Al 28 de noviembre.

Fuente: SBS.

Para el caso de los fondos mutuos, la cartera administrada se ha incrementado desde S/ 47,9 mil millones en diciembre de 2024 a S/ 52,5 mil millones en noviembre de 2025, explicado principalmente por el mayor valor de las inversiones en el exterior. El número de participantes subió de 436 mil en diciembre de 2019 a 482 mil en noviembre de 2025, que es el máximo nivel en los últimos seis años. Las personas naturales representan a octubre de 2025 el 98 por ciento de participación en el número de partícipes en fondos mutuos locales.

En el caso de las empresas de seguros, su cartera administrada aumentó de S/ 68,4 mil millones en diciembre de 2024 a S/ 72,9 mil millones en setiembre de 2025, y alcanzó los S/ 73,1 mil millones en octubre de 2025.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 34
CARTERA ADMINISTRADA DE FONDOS MUTUOS
(En miles de millones de soles)

	Saldo				Variación	
	Dic. 19	Dic. 24	Set. 25	Nov. 25	Nov- Set. 25	Nov. 25 - Dic. 19
A. Inversiones Locales	31 636	41 960	45 831	41 913	-3 918	10 277
1. Renta Fija	1 375	1 154	1 514	1 279	-234	-96
Del cual:						
Bonos de Gobierno	247	193	484	360	-124	113
2. Renta Variable	131	125	85	88	3	-43
4. Depósitos	25 179	31 092	33 588	30 456	-3 132	5 277
5. Fondos mutuos y de Inversión	3 924	7 944	9 248	8 790	-458	4 866
6. Corto Plazo (CD, Papel Comercial)	893	1 639	1 212	1 084	-128	191
7. Otros	134	6	184	215	32	82
B. Inversiones en el Extranjero	3 686	5 917	10 748	10 617	-131	6 931
1. Renta Fija	3 543	5 475	10 416	10 295	-121	6 752
2. Renta Variable	143	442	332	322	-9	179
Cartera administrada	35 322	47 877	56 579	52 530	-4 049	17 208
Inv. en el Exterior / Cartera Adm (%)	10	12	19	20	1,2	9,8
Grado de dolarización de la cartera	69	75	77	79	2,2	10,0
Patrimonio Administrado *	35 441	48 103	56 523	57 587	1 064	22 146
Patrimonio Administrado **	38 519	48 103	59 859	62 361	2 501	23 842
Número de partícipes (miles)	436	417	470	482	12,8	46,7
Personas Naturales	423	409	460	473	12,6	50,1
Personas Jurídicas	13	8	9	10	0,3	-3,4

*A tipo de cambio corriente.

Al 28 de noviembre.

Fuente: SMV.

Mercado cambiario

85. En el cuarto trimestre de 2025, el tipo de cambio se redujo de S/ 3,473 por dólar en setiembre a S/ 3,368 por dólar en diciembre, al día 18, acumulando una apreciación de 3,0 por ciento; y alcanzando en el trimestre nuevos niveles mínimos en más de cinco años.

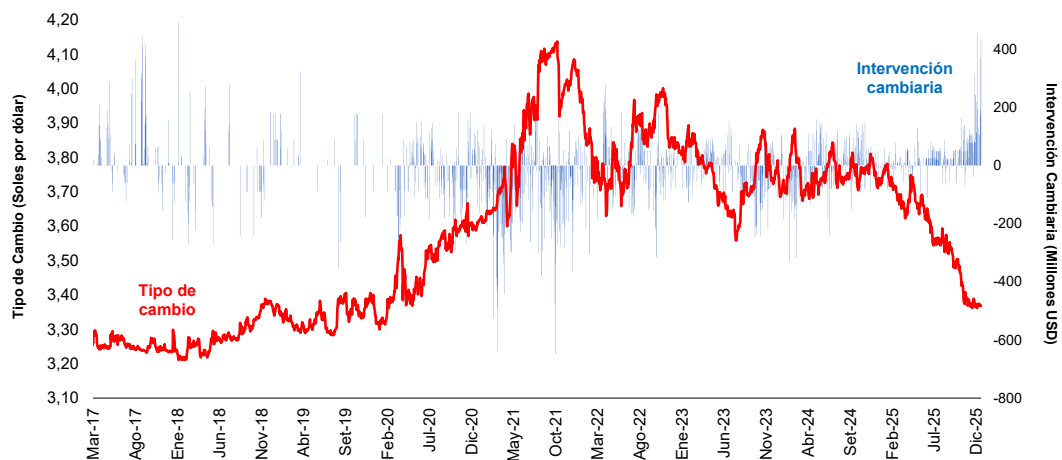
La tendencia a la baja en el tipo de cambio es respaldada por: (i) precios más altos del cobre y del oro, que mantienen los términos de intercambio en niveles favorables, (ii) el aumento del apetito global por riesgo por menores tensiones comerciales y culminación del *shutdown* en Estados Unidos; y (iii) una elevada oferta de dólares en el mercado cambiario local, impulsada por las empresas mineras e inversionistas no residentes.

En octubre, el sol se apreció 3,0 por ciento, el mayor avance mensual desde noviembre de 2022 (3,3 por ciento), continuando la tendencia apreciatoria observada en los últimos meses. El episodio de turbulencia política asociado a la destitución presidencial no generó mayores presiones en el mercado cambiario.

En noviembre, el sol se apreció en 0,1 por ciento, y presentó uno de los niveles de volatilidad más bajos (3,45 por ciento) en los últimos dos años (3,59 por ciento en abril de 2023). El 17 de noviembre, el tipo de cambio alcanzó un nuevo mínimo (S/ 3,362 por dólar), su nivel más bajo desde el 28 de enero de 2020 (S/ 3,345 por dólar). En diciembre, al día 18, el tipo de cambio registró una ligera depreciación de 0,1 por ciento.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 74
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP ^{1/}

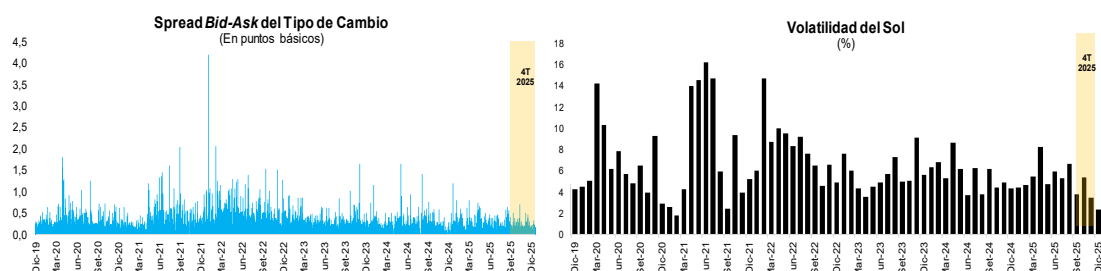


^{1/}Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones netas de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiarios. Al 18 de diciembre.
Fuente: BCRP.

La volatilidad del sol en el cuarto trimestre (4,3 por ciento) es menor a la del tercer trimestre (5,4 por ciento), y al promedio regional (8,3 por ciento), a pesar de la mayor incertidumbre política local en octubre. Durante el cuarto trimestre de 2025, el tipo de cambio fluctuó en un rango comprendido entre S/ 3,362 y S/ 3,485 por dólar, con apreciaciones diarias en el 57 por ciento de las sesiones de negociación (máximo diario de 0,58 por ciento el 15 de octubre), ligeramente mayor al porcentaje del tercer trimestre (56 por ciento). Los sólidos fundamentos macroeconómicos de Perú mantienen al sol como una de las monedas más estables entre las economías emergentes.

Los *spreads* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio fluctuaron entre 0,08 y 0,70 puntos básicos entre los meses de octubre y diciembre de 2025, por encima del rango del tercer trimestre (0,06 y 0,65 puntos básicos).

Gráfico 75
SPREAD Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO

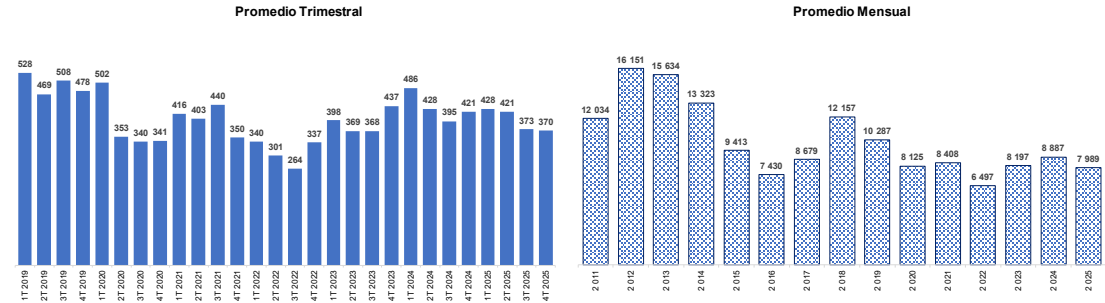


Desviación estándar diaria anualizada mensual.
Al 18 de diciembre.
Fuente: Reuters y BCRP.

En lo que va del cuarto trimestre de 2025, el volumen promedio diario negociado en el mercado cambiario interbancario *spot* ascendió a USD 370 millones, acumulando tres trimestres de reducción. En términos mensuales, el monto promedio negociado en lo que va del año alcanza los USD 7 989 millones, por debajo del año 2024 (USD 8 887 millones).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

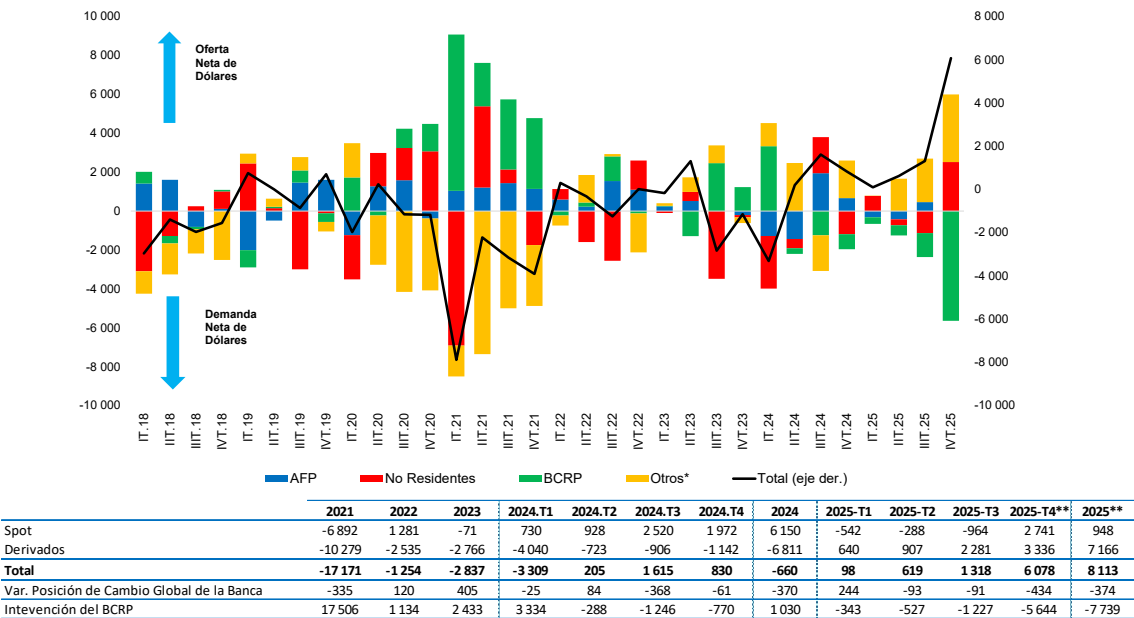
Gráfico 76
MONTO PROMEDIO NEGOCIADO EN MERCADO SPOT INTERBANCARIO
(En millones USD)



Al 18 de diciembre.
Fuente: BCRP.

86. Los flujos cambiarios de los participantes de mercado en el cuarto trimestre de 2025, al 18 de diciembre, son de oferta neta de dólares (USD 6 078 millones), una de las más altas en los últimos años. En el mercado *spot* se registró una oferta neta de dólares (USD 2 741 millones), principalmente impulsada por las empresas mineras (USD 3 531 millones) por la tendencia positiva de las exportaciones mineras, las cuales subieron de USD 4 343 millones en diciembre de 2024 a USD 6 497 millones en octubre de 2025. En el mercado de derivados hubo también una oferta neta (USD 3 336 millones) proveniente de los inversionistas no residentes (USD 2 058 millones).

Gráfico 77
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO: SPOT Y DERIVADOS
(En millones de USD)



*Otros incluye a empresas del sector corporativo, mineras y minoristas. Signo positivo indica oferta y signo negativo indica demanda. En el caso de la posición de cambio de la banca, el signo positivo indica una disminución de la posición.
**Al 18 de diciembre.

Fuente: BCRP.

Los inversionistas no residentes presentan en el cuarto trimestre de 2025 una oferta neta total de dólares de USD 2 522 millones. En el mercado *spot* la oferta ascendió a

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

USD 464 millones, un cambio respecto a la demanda del tercer trimestre (USD 451 millones). En el mercado de derivados, ofertaron en neto en el cuarto trimestre alrededor de USD 2 058 millones, un cambio respecto a la demanda del tercer trimestre (USD 683 millones). Entre el 1 de octubre y 18 de diciembre, los inversionistas foráneos compraron en neto S/ 1 199 millones de BTP.

Las AFP registraron una posición de venta neta en el cuarto trimestre por alrededor de USD 176 millones, menor a la oferta en el tercer trimestre (USD 460 millones). En el mercado *spot* ofertaron USD 358 millones, un cambio respecto a la demanda neta del tercer trimestre (USD 317 millones); mientras que en el mercado de derivados demandaron en neto USD 182 millones, en contraste a la oferta neta del tercer trimestre (USD 777 millones). Las compras netas de valores externos entre octubre y diciembre ascienden a USD 140 millones, por debajo al tercer trimestre (USD 757 millones).

En el caso del sector no financiero, entre octubre y diciembre de 2025 las entidades presentan una oferta neta de USD 3 470 millones: (i) empresas del sector corporativo: demanda neta de USD 1 694 millones, principalmente en el mercado *spot* (USD 1 641 millones), por debajo del total registrado en el tercer trimestre (USD 2 417 millones); (ii) empresas del sector minero: oferta neta de USD 3 531 millones en el mercado *spot*, por encima de la oferta neta del tercer trimestre (USD 3 117 millones); (iii) sector minorista: oferta neta de USD 1 613 millones en el mercado *spot*, por encima a la oferta neta del tercer trimestre (USD 1 302 millones). Para las empresas bancarias, la posición global aumentó de USD 11 millones en setiembre hasta USD 445 millones en diciembre de 2025. El saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) de ventas netas de la banca con los inversionistas no residentes disminuyó de USD 16,0 mil millones en setiembre a USD 13,9 mil millones en diciembre de 2025.

En este contexto, el BCRP ha realizado compras de dólares en el mercado *spot*, además de reducir su saldo de *Swaps* cambiarios, con el objetivo de reducir la volatilidad en el precio del sol respecto al dólar. Así, se colocaron *Swaps* Cambiarios Venta (SCV) por S/ 10 645 millones (USD 3 137 millones) a los plazos de 3 y 6 meses a tasa variable, y vencieron S/ 26 650 millones (USD 7 397 millones) a tasa variable. Además, desde el mes de noviembre se realizaron compras en la mesa de negociación por primera vez en cinco años (abril de 2020), siendo el monto total de USD 1 384 millones en el cuarto trimestre.

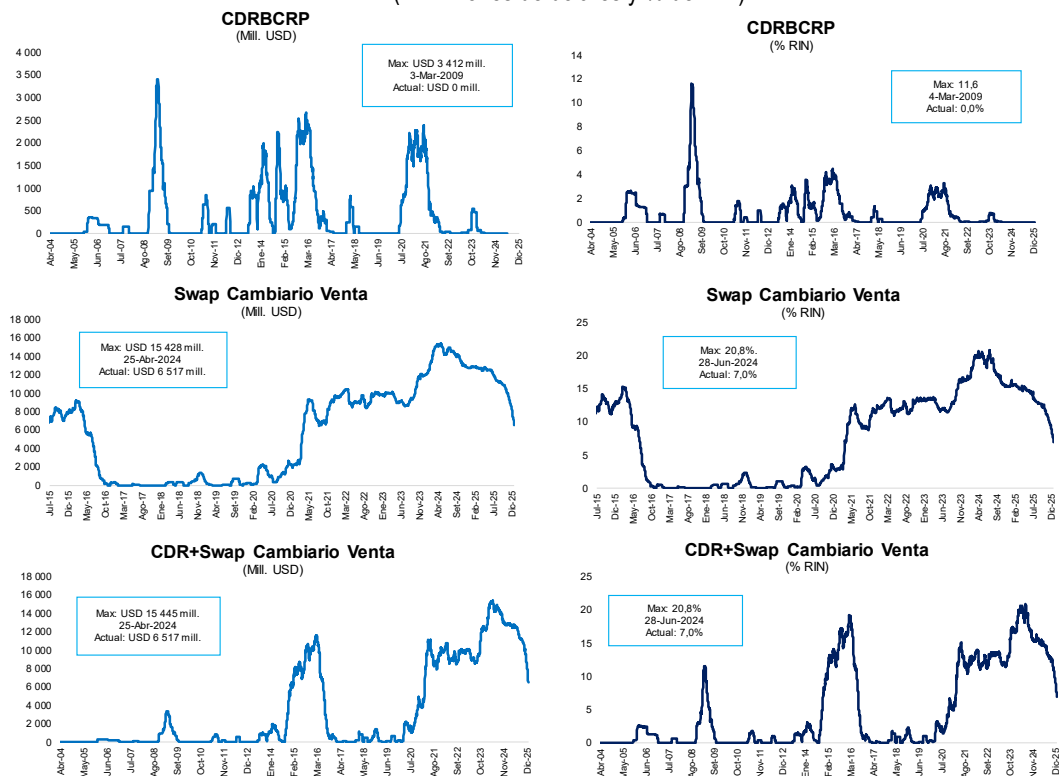
Adicionalmente, el BCRP compró dólares a las AFP para reducir la volatilidad en el tipo de cambio asociada a la potencial venta de moneda extranjera para contar con liquidez en soles para financiar el octavo retiro de fondos de pensiones de los afiliados. En diciembre de 2025, las compras de dólares a las AFP se ubican en USD 206 millones.

87. El saldo total de instrumentos cambiarios (*swaps* cambiarios venta y CDR BCRP) al 18 de diciembre se ubica en USD 6 517 millones, que equivalen al 7,0 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN), menor al nivel del 30 de setiembre (USD 10 776 millones y 12,7 por ciento de las RIN). Asimismo, el saldo de CDR BCRP desde el 8 de mayo de 2024 es nulo. En lo que va de 2025, al 18 de diciembre, el saldo de instrumentos derivados se ha reducido en USD 6 357 millones. Por su parte, el saldo de Reservas Internacionales Netas (RIN) a la misma fecha asciende USD 93 429 millones, mayor en USD 14 442 millones respecto al

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

cierre de 2024. Por su parte, la Posición de Cambio del BCRP asciende a USD 59 978 millones, mayor en USD 6 423 millones respecto a diciembre de 2024.

Gráfico 78
SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS DEL BCRP
(En millones de dólares y % de RIN)

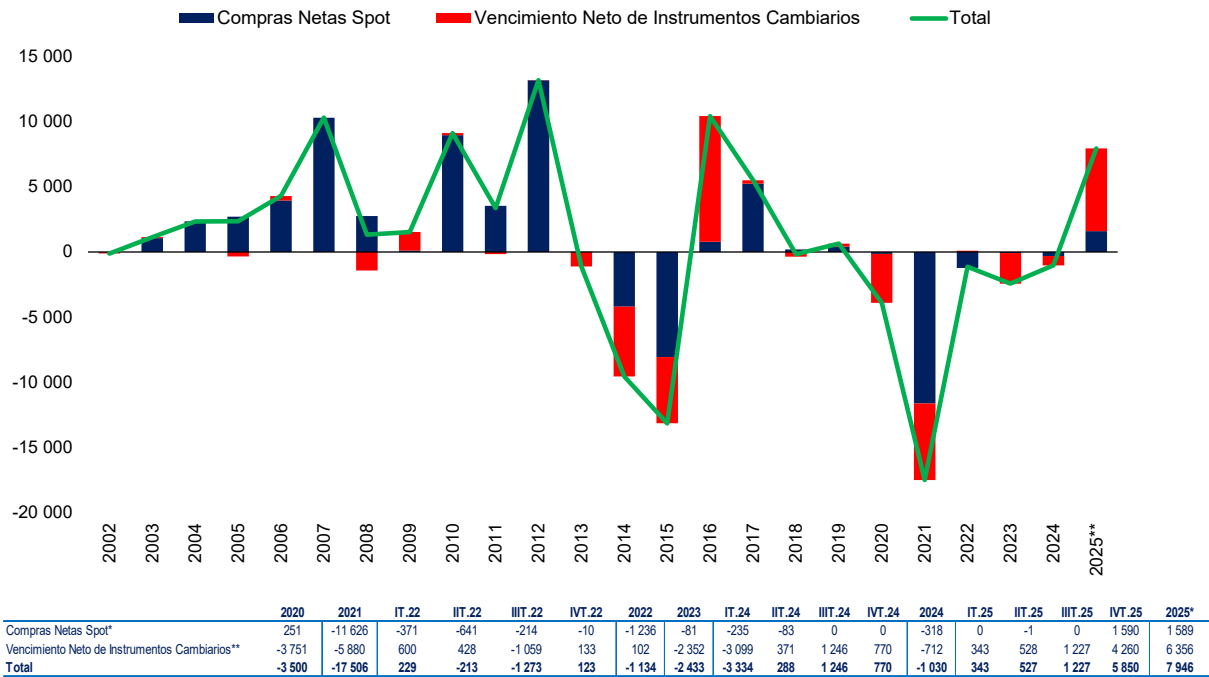


* Al 18 de diciembre. Fuente: BCRP.

Al 18 de diciembre, el BCRP ha registrado en 2025 una posición de compra neta de USD 7 946 millones en el mercado cambiario mediante el vencimiento neto de *swaps* cambiarios (USD 6 356 millones) y la compra neta de dólares en el mercado *spot* por USD 1 589 millones.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 79
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de USD)



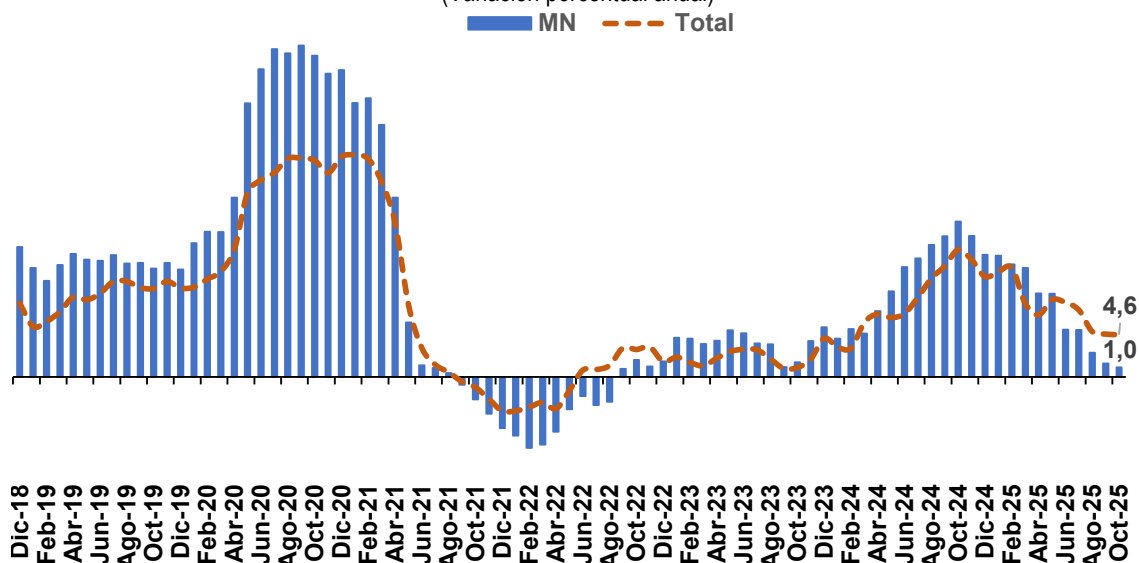
Al 18 de diciembre. Fuente: BCRP.

Liquidez

88. La tasa de crecimiento interanual de depósitos del sector privado se ubicó en 4,6 por ciento en octubre de 2025. Por monedas, los depósitos en soles se incrementaron en 1,0 por ciento interanual; mientras que, los denominados en dólares presentaron un incremento de 11,5 por ciento interanual en el mismo periodo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 80
DEPÓSITOS DEL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL *
(Variación porcentual anual)



* Total a tipo de cambio constante de S/ 3,77 por USD de diciembre de 2024.
Fuente: BCRP.

Cuadro 35
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)
(Variaciones porcentuales anuales)

	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Set-25	Oct-25
Circulante (fin de periodo)	4,7	37,3	16,0	-3,8	-5,6	11,4	11,6	11,9
Depósitos en moneda nacional	11,6	33,2	-5,5	1,7	5,4	13,2	1,4	1,0
Depósitos totales ^{1/}	9,6	23,8	-3,7	1,7	4,2	10,8	4,6	4,6
Liquidez en moneda nacional	10,0	32,3	-0,8	0,6	4,0	12,9	3,9	3,8
Liquidez total ^{1/}	9,2	25,3	-0,3	1,0	3,3	10,7	5,7	5,7
Crédito al sector privado en moneda nacional	9,7	19,4	5,5	2,3	0,9	1,5	4,2	4,3
Crédito al sector privado total ^{1/}	6,6	10,8	4,1	4,4	1,4	0,4	5,0	5,6
Crédito al sector privado total (sin Reactiva Perú) ^{1/}	6,6	-5,5	8,9	11,1	5,2	1,4	5,6	6,1

^{1/} Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2024.
Fuente: BCRP.

89. El coeficiente de ahorro financiero aumentó de 54,5 por ciento del PBI en 2019 a 63,7 por ciento del PBI en 2020, impulsado por el ahorro precautorio asociado a la crisis sanitaria. Posteriormente, el ratio disminuyó por debajo de las cifras observadas previo a la pandemia de COVID-19, influenciado principalmente por la aprobación de la disponibilidad de la C.T.S. y de los aportes a las AFP, así como por las salidas de capitales observada en 2021. Así, el coeficiente se ubicó en 42,5 por ciento del PBI en diciembre de 2024, reduciéndose ligeramente respecto a diciembre de 2023. En el presente año, dicho ratio se ha recuperado a 43,4 por ciento del PBI en octubre de 2025.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 36
RATIO AHORRO FINANCIERO / PBI *
(porcentaje)

	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Set-25	Oct-25
Depósitos	25,7	32,8	26,4	26,5	25,7	25,8	24,8	25,0
Del cual: CTS	3,0	3,1	1,4	1,2	0,9	0,8	0,8	0,7
AFPs	22,0	22,3	14,8	11,0	11,9	9,5	10,3	10,2
Fondos Mutuos	4,7	6,1	3,2	2,7	3,0	4,1	4,8	4,9
Resto ^{1/}	2,1	2,5	2,3	2,5	2,9	3,0	3,2	3,2
TOTAL	54,5	63,7	46,8	42,7	43,6	42,5	43,2	43,4

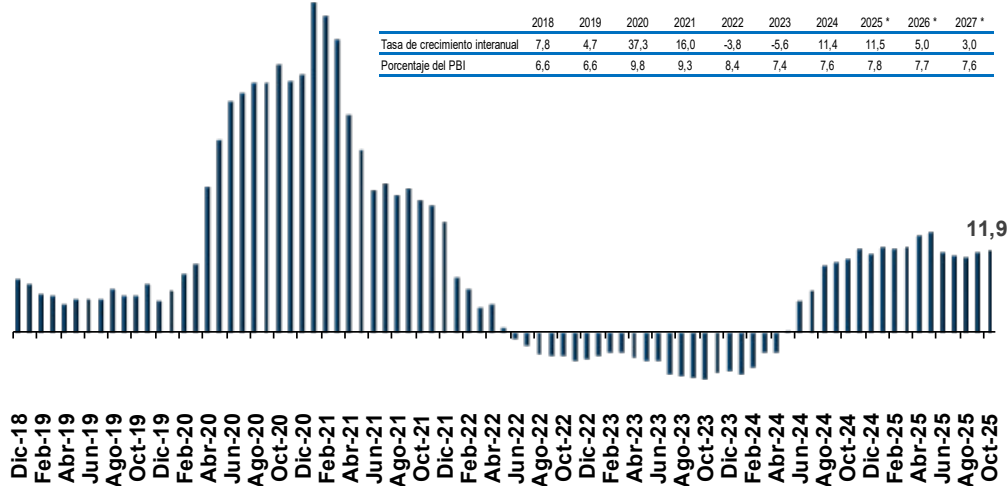
1/ Comprende reservas técnicas de seguros, valores y otras obligaciones con el sector privado.

* A partir de enero de 2025, se presenta el concepto de ahorro financiero como una medida de ahorro en activos de mediano y largo plazo, por lo que se excluyen los depósitos a la vista y las obligaciones inmediatas de este concepto. Los principales componentes de este ahorro son los depósitos de ahorro y plazo del público, las tenencias de fondos mutuos y el ahorro previsional de los trabajadores en el sistema privado de pensiones (el patrimonio de los fondos privados de pensiones).

90. El **circulante** se incrementó 11,9 por ciento en octubre de 2025, debido principalmente al aumento en los billetes de mayor denominación. Para los próximos meses se prevé una ligera moderación en las tasas de crecimiento del circulante. Con ello, se proyecta una tasa de variación interanual de 11,5 por ciento en 2025. Para 2026, se proyecta un crecimiento de 5 por ciento del circulante y para 2027, se espera que crezca en 3,0 por ciento, en línea con el crecimiento de la actividad económica.

Gráfico 81
CIRCULANTE

(Variación porcentual 12 meses)

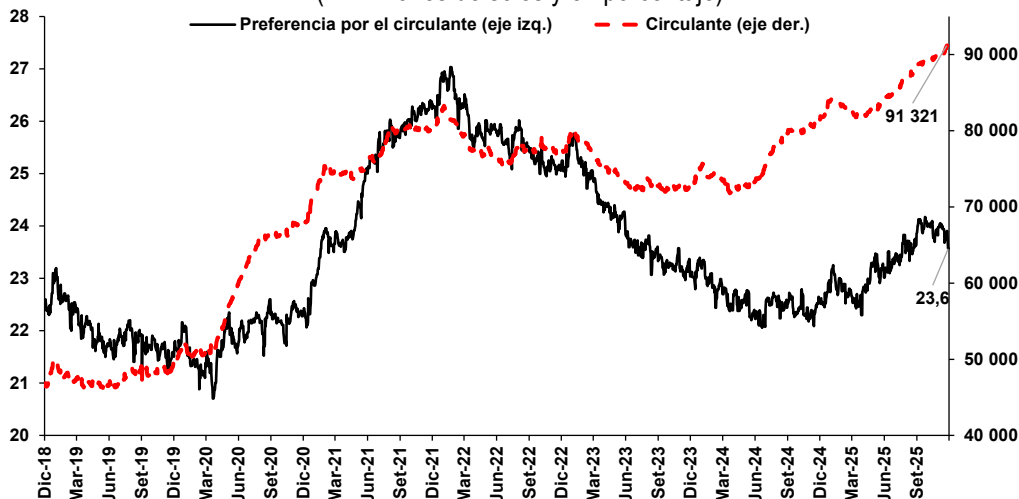


* Proyección.
Fuente: BCRP.

91. La preferencia por circulante disminuyó continuamente desde febrero de 2022 hasta noviembre de 2024, tras crecer de manera continua entre abril de 2020 y enero de 2022. Posteriormente, hasta enero de 2025, creció ligeramente y luego retornó a una tendencia decreciente hasta marzo de 2025. Sin embargo, desde dicho mes, este ratio retomó un crecimiento moderado, es así como, al cierre de noviembre de 2025 se ubica en 23,6 por ciento, lo cual estaría asociado a la mayor demanda por billetes de alta denominación.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 82
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR CIRCULANTE
(En millones de soles y en porcentaje)



Al cierre de noviembre de 2025.

Nota: Preferencia por circulante es igual al saldo del circulante de sociedades de depósito dividido entre el saldo de la liquidez en moneda nacional de sociedades de depósito.

Fuente: BCRP.

Crédito al sector privado

92. El **crédito al sector privado** creció 5,6 por ciento en términos anuales en octubre de 2025 (0,4 por ciento en 2024). El crédito al sector privado continuó recuperándose en los últimos meses, lo cual estaría explicado tanto por factores de oferta como de demanda, y por los segmentos de mediana empresa y MYPE, y por tarjetas de crédito, en línea con la recuperación de la actividad económica.
93. El crédito a las personas naturales se aceleró desde setiembre 2024 y en octubre de 2025 se desaceleró ligeramente. Así, creció 6,4 por ciento en octubre de 2025 (1,3 por ciento en 2024). El incremento del crédito a personas en octubre se debe principalmente al crecimiento del crédito vinculado a tarjetas de crédito (6,4 por ciento), al resto de créditos de consumo (6,2 por ciento) y al crédito hipotecario (6,7 por ciento). En ese sentido, el crédito de consumo creció 6,1 por ciento en octubre de 2025 (habría crecido 4,4 por ciento sin considerar el efecto de la reclasificación de octubre de 2024).
94. El crédito a empresas continúa incrementándose en los tres últimos meses, lo cual estaría asociado al dinamismo del crédito al segmento de mediana, pequeña y microempresa. En octubre, el crédito a empresas se incrementó 5,0 por ciento (3,8 por ciento en setiembre). El segmento de corporativo y grandes empresas muestra un incremento de 6,4 por ciento; mientras que, el de mediana, pequeña y microempresas creció en 3,3 por ciento. Sin la reclasificación de octubre de 2024, el segmento de mediana, pequeña y microempresa habría crecido 10,2 por ciento.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 37
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL ^{1/}
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Set-25	Oct-25
Crédito a empresas	3,8	19,9	3,7	-1,6	-2,1	-0,3	3,8	5,0
Corporativo y gran empresa	3,4	6,6	8,1	0,6	0,1	4,9	9,6	6,4
Mediana y Mype ^{2/}	4,2	35,8	-0,5	-4,0	-4,6	-6,1	-3,0	3,3
Crédito a personas	11,4	-3,2	4,8	15,9	7,1	1,3	6,7	6,4
Consumo	13,3	-7,2	3,1	21,8	8,3	-1,1	6,8	6,1
Vehiculares	12,0	-2,2	7,4	15,9	11,4	2,8	4,3	3,1
Tarjetas de crédito	13,4	-20,3	-41,1	32,6	10,4	-5,0	5,6	6,4
Resto	13,3	-0,5	21,4	19,8	7,7	-0,3	7,1	6,2
Hipotecario	8,7	2,9	7,1	8,0	5,4	5,0	6,6	6,7
TOTAL	6,6	10,8	4,1	4,4	1,4	0,4	5,0	5,6

Memo:

Empresas sin Reactiva	3,8	-7,0	11,6	8,1	3,8	1,5	4,8	5,9
Total sin Reactiva	6,6	-5,5	8,9	11,1	5,2	1,4	5,6	6,1
Mediana y Mype sin reclasificación ^{3/}	-	-	-	-	-	0,0	3,6	-
Consumo sin reclasificación ^{3/}	-	-	-	-	-	-2,8	5,0	-

1/ A partir de octubre de 2024 entra en vigor la Resolución N° 02368-2023, donde se modifica la definición de la clasificación de los créditos a empresas por segmento.

2/ Debido al cambio de definición de cada segmento, diversas empresas se han reclasificado entre los segmentos de mediana y MYPE, por lo que no se presenta en esta oportunidad una mayor desagregación. Asimismo, una parte de los créditos a empresas podrían haber sido reclasificados como créditos de consumo.

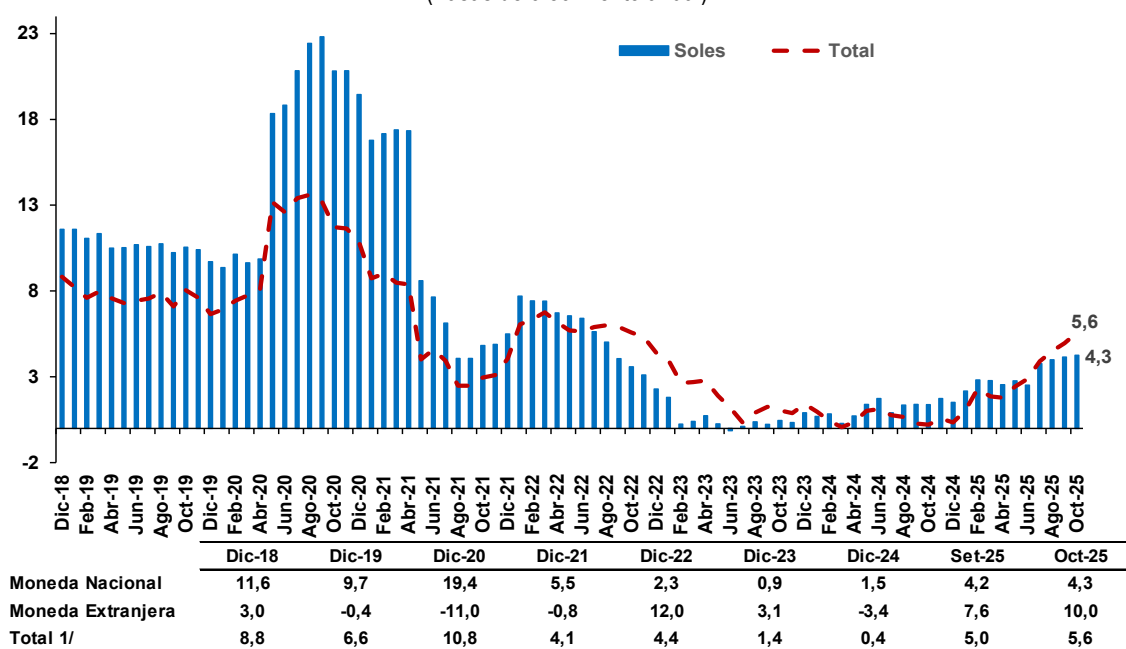
3/ Los saldos sin reclasificar de diciembre de 2024 y setiembre de 2025 se han calculado considerando las clasificaciones que tenían los agentes económicos en setiembre de 2024, identificados por RUC o DNI.

Nota: Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2024.

Fuente: BCRP.

95. Se observa una recuperación moderada del crecimiento del crédito en soles y una más rápida del crédito en dólares. A octubre de 2025, el crédito en soles creció en 4,3 por ciento, y el denominado en dólares se incrementó 10,0 por ciento en el mismo periodo.

Gráfico 83
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL ^{1/}
(Tasas de crecimiento anual)



1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2024.

Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

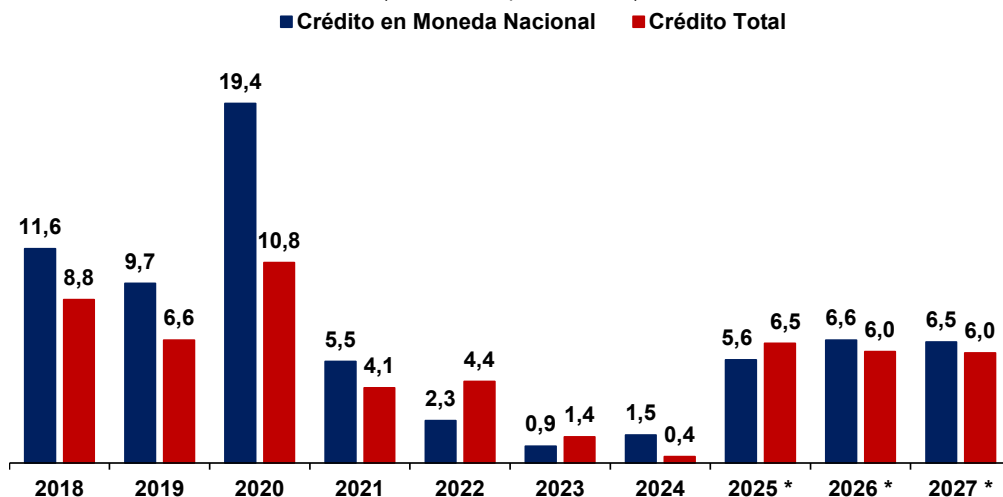
Proyección del crédito al sector privado

96. Se prevé un incremento del crédito en moneda nacional, en línea con la evolución de la actividad económica. Con ello, el crecimiento proyectado del crédito al sector privado en moneda nacional ascendería a 5,6 por ciento en 2025. Para el próximo año, se observaría una tasa de crecimiento de 6,6 por ciento, tomando en cuenta la culminación de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Y para el 2027, se espera una tasa de crecimiento de 6,5 por ciento. Así, el crédito total crecería 6,5 por ciento en 2025 (7,0 por ciento sin el programa Reactiva Perú); mientras que, para 2026 y 2027 se estima una tasa de crecimiento de 6,0 por ciento.

Asimismo, la tasa de crecimiento del circulante sería mayor a la del PBI nominal en 2025 y menor en el resto del horizonte de proyección. En tanto, la tasa de crecimiento de la liquidez total sería menor a la del PBI nominal en 2025, y mayor en 2026 y 2027. El coeficiente de la liquidez respecto al PBI se reduciría en 2025 a 45,6 por ciento, y se incrementaría a 46,7 por ciento en 2026 y 47,3 por ciento en 2027.

Por su parte, el ratio con respecto al PBI correspondiente al circulante de las sociedades de depósito se incrementaría de 7,6 por ciento en 2024 a 7,8 por ciento en 2025, y disminuiría a 7,7 por ciento en 2026 y 7,6 por ciento en 2027. Pese a esta reducción, el nivel aún se ubicaría por encima al registrado previo a la pandemia del COVID-19.

Gráfico 84
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales)

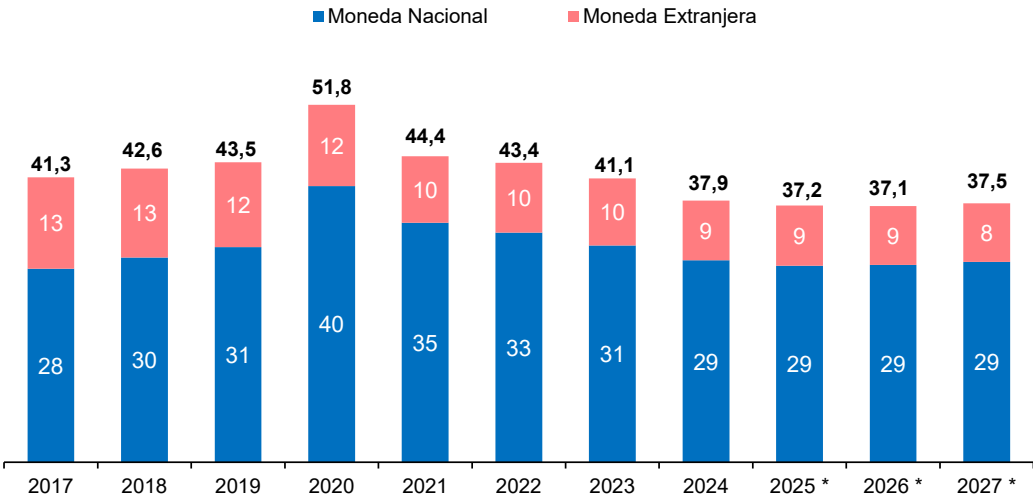


Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2024).

* Proyección.
Fuente: BCRP.

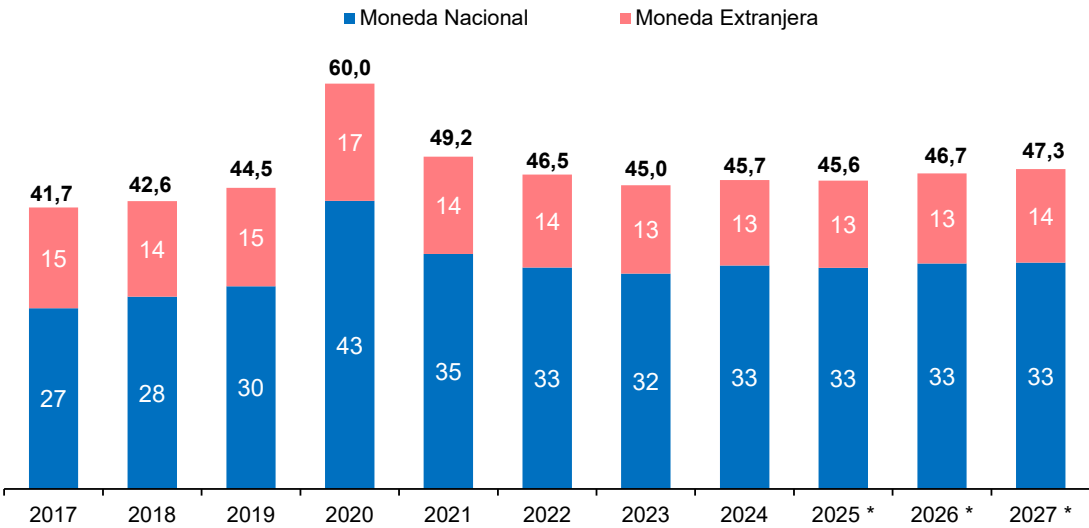
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 85
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2024).
* Proyección.
Fuente: BCRP.

Gráfico 86
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



Nota: calculado con tipo de cambio constante (diciembre de 2024).
* Proyección.
Fuente: BCRP.

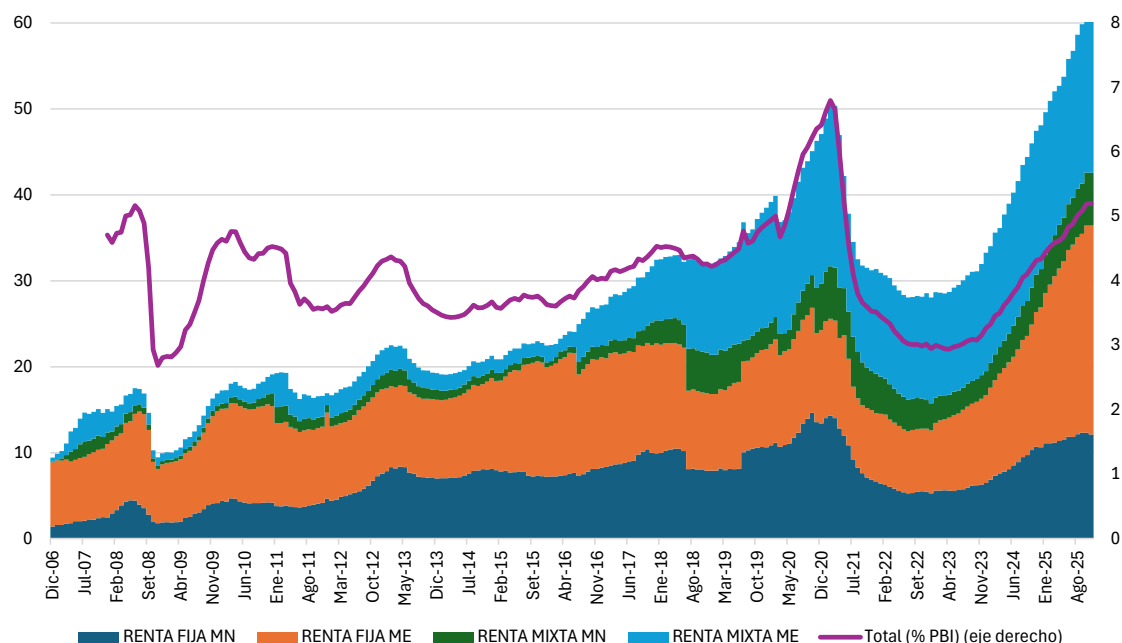
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 6 Evolución reciente de los fondos mutuos y su relación con los depósitos bancarios³³

El presente Recuadro analiza la evolución reciente del mercado de fondos mutuos, en términos de patrimonio administrado, número de partícipes, composición de portafolio y rentabilidades. Además, se examina su relación con la dinámica del resto de componentes del ahorro financiero y los episodios de sustitución entre fondos mutuos y el resto de los componentes.

Los fondos mutuos han mostrado una recuperación significativa en los últimos dos años. El valor del patrimonio de los fondos mutuos alcanzó S/ 62,4 mil millones a noviembre de 2025, luego de la caída observada después de la pandemia en el que alcanzó un patrimonio de S/ 28,1 mil millones en diciembre 2022. Así, el crecimiento promedio anualizado respecto a diciembre de 2022 asciende a 31,5 por ciento. El siguiente gráfico muestra una tendencia creciente en los últimos tres años. Actualmente, los fondos de renta fija en moneda extranjera constituyen la categoría predominante (equivalente a 39,0 por ciento del patrimonio), seguidos por los fondos de renta mixta en moneda extranjera (31,8 por ciento) y, en menor medida, los fondos de renta fija en moneda nacional (19,5 por ciento). En el periodo analizado, destaca el hecho de que la participación de renta mixta en moneda extranjera que pasó de 7,7 por ciento a 43,9 por ciento entre diciembre de 2014 a diciembre de 2022.

Valor del patrimonio de los fondos (En miles de millones de S/)



Nota: MN = Moneda Nacional, ME = Moneda Extranjera.

³³ Los saldos totales en todos los casos son estimados con tipo de cambio fijo S/ 3,77 por dólar.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

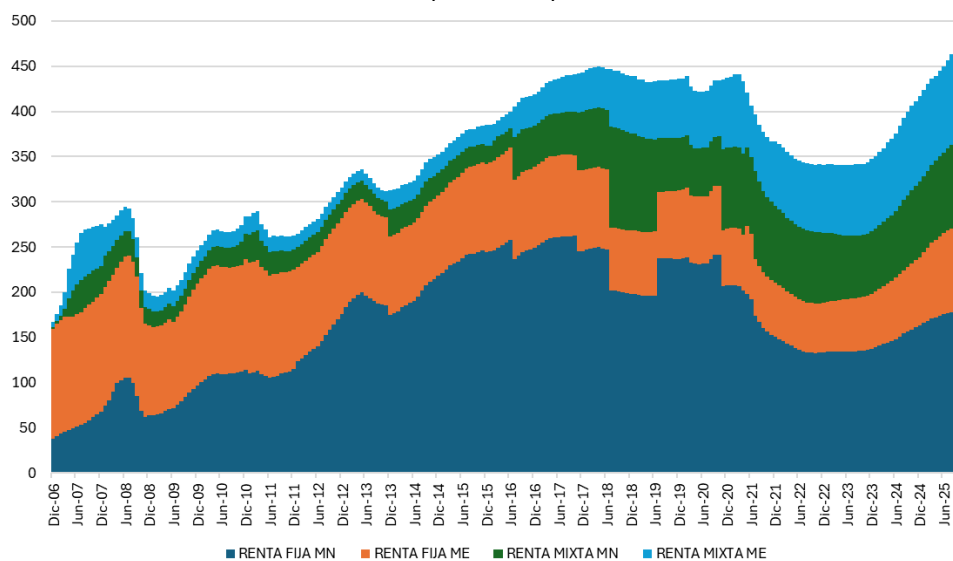
Crecimiento anualizado del valor de patrimonio de fondos mutuos (En porcentajes)

	Dic-06-Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Nov-25	Dic-22-Nov-25
RENTA FIJA MN	16,7	26,1	-50,8	-20,2	22,7	64,0	13,4	33,0
RENTA FIJA ME	3,3	-4,9	-26,6	-8,0	39,8	59,4	55,0	50,9
RENTA MIXTA MN	32,0	111,3	-14,1	-31,9	-11,5	57,6	40,8	25,5
RENTA MIXTA ME	29,4	24,9	-30,1	1,2	11,7	21,4	18,2	17,6
TOTAL	11,4	22,2	-33,3	-10,6	18,5	44,4	31,4	31,5
PATRIMONIO ADMINISTRADO (En miles de millones S/)								
	21,5	47,1	31,4	28,1	33,3	48,1	62,4	41,6

Nota: Se utilizó tipo de cambio fijo de S/ 3,77 por dólar.

En cuanto a la base de inversionistas, el número de partícipes superó los 480 mil en noviembre de 2025, recuperándose del retroceso registrado en 2021-2022. El crecimiento ha sido particularmente importante en los fondos de renta fija en moneda extranjera, que casi duplicaron su número de inversionistas en el último bienio. Este comportamiento refleja una mayor diversificación, así como la mayor accesibilidad que ofrecen las plataformas digitales de distribución. A noviembre de 2025, el 98 por ciento de los partícipes eran personas naturales, mientras que el 2 por ciento eran personas jurídicas.

Número de partícipes del sistema (En miles)



Crecimiento anualizado del número de partícipes de fondos mutuos (En porcentajes)

	Dic-06-Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Nov-25	Dic-22-Nov-25
RENTA FIJA MN	15,1	-12,3	-27,5	-11,7	3,4	18,5	10,8	10,6
RENTA FIJA ME	-3,6	-16,4	-5,2	-8,3	11,0	24,5	29,4	21,2
RENTA MIXTA MN	29,9	53,5	-4,0	-9,2	-11,1	20,8	17,6	7,8
RENTA MIXTA ME	19,9	18,2	-7,9	6,1	6,1	18,1	18,7	14,2
TOTAL	7,6	0,3	-16,0	-7,1	1,9	19,9	17,3	12,6

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

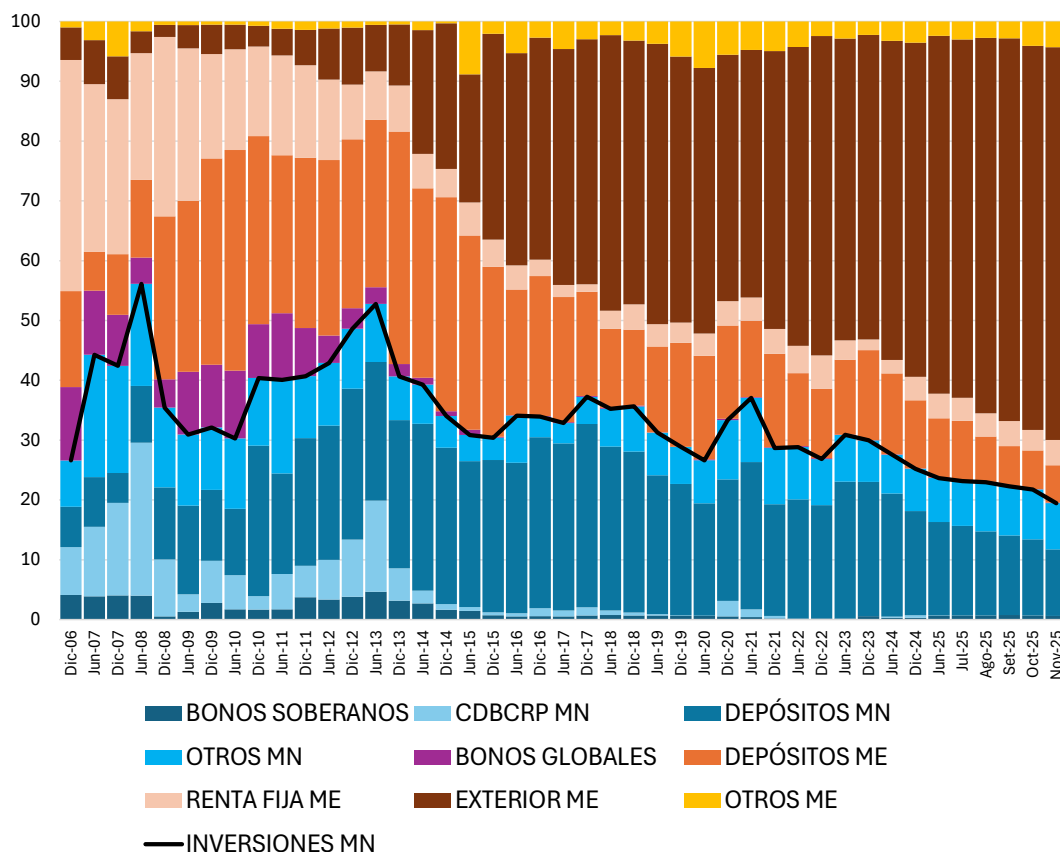
Participes de fondos mutuos por tipo de agente

	Dic-18	Dic-19	Dic-20	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Nov-25
PARTICIPES TOTAL (En miles)	438,8	435,8	437,2	367,2	341,2	347,7	417,0	482,5
PERSONAS NATURALES	425,7	422,8	424,0	359,8	330,9	337,2	408,7	472,8
PERSONAS JURIDICAS	13,2	13,1	13,1	7,3	10,2	10,4	8,3	9,6
FONDO PROMEDIO (En miles S/)								
PERSONAS NATURALES	62,2	72,9	79,9	66,3	69,6	82,9	100,1	109,5
PERSONAS JURIDICAS	412,0	589,2	1 005,2	1 025,8	493,7	510,4	865,3	1 098,6

Nota: Basado en los informes de Fondos Mutuos del Perú (FMP) se obtiene el porcentaje de los participes de fondos mutuos que son personas naturales y personas jurídicas.

La estructura del portafolio de fondos mutuos muestra una evolución significativa hacia la inversión en mercados internacionales. Se observa una mayor participación de instrumentos en moneda extranjera, especialmente en inversiones en el exterior, las cuales aumentaron de 10,2 por ciento en diciembre de 2013 a 65,6 por ciento en noviembre de 2025.

Estructura del portafolio de los Fondos Mutuos (En porcentajes)



Asimismo, se puede observar desde 2023 un notable incremento en los rendimientos, en general, de todos los fondos mutuos. La rentabilidad de los fondos mutuos ha superado en varios segmentos a los rendimientos de los depósitos bancarios. Como muestra el siguiente cuadro, en lo que va del año (diciembre 2024 a noviembre 2025) los fondos de acciones registraron retornos promedio de 21,8 por ciento en soles y 21,2 por ciento en dólares. Los fondos mixtos también ofrecieron resultados atractivos, con rendimientos anuales entre 10,5 por ciento y 13,0 por ciento, superando ampliamente

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

las tasas de los depósitos a plazo, que se ubicaron en torno al 5 por ciento en el mismo período. Por su parte, durante 2019 y 2020, años que mostraron crecimientos importantes del patrimonio de los fondos mutuos, se observaron rendimientos moderados en los diferentes segmentos. En particular, se observan que en promedio para 2020, el periodo que sufrió el mayor impacto de la pandemia, los rendimientos fueron menores que en 2019. Esto sugiere que el aumento el patrimonio fue explicado principalmente por la mayor liquidez y por el retiro de la liquidez durante la pandemia, y la dinámica reciente del patrimonio se puede deber más a la búsqueda de rentabilidad (efecto sustitución). Comparando con otras alternativas de inversión, como los fondos de pensiones, su dinámica no ha sido muy diferente, mientras que con los depósitos a plazo de hasta 1 año, se aprecia una menor volatilidad de estos últimos.

Rendimiento del Valor cuota por tipo de Fondo (En porcentajes)

Tipo de Fondo	Moneda	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*	Ultimo 12m
De Deuda	S/	3,83	2,46	-1,14	2,43	7,72	5,11	4,62	4,96
	USD	3,91	3,34	-0,35	-1,79	4,83	4,37	4,12	4,24
Mixtos	S/	3,68	1,60	-0,31	0,05	10,57	7,89	10,78	10,56
	USD	2,44	-2,16	-4,50	0,24	10,90	4,73	12,94	12,26
De Acciones	S/	-1,1	-1,60	4,74	-6,23	17,41	8,13	21,82	21,21
	USD	12,02	8,00	5,08	-19,78	18,55	10,51	21,15	17,34
Estructurados	S/	9,0	7,56	-	-	-	-	-	-
	USD	8,5	1,94	-2,05	-1,46	1,65	0,5	3,64	-
Fondo de Fondos	S/	7,38	12,24	0,00	-14,45	5,35	7,55	5,9	5,19
	USD	16,01	7,33	4,81	-14,75	10,45	6,13	10,37	8,9
Flexible	S/	6,23	3,85	-1,05	-2,98	4,54	5,75	2,28	2,16
	USD	7,09	4,09	1,94	-10,20	4,82	4,48	1,99	1,37
AFP Fondo 1	S/	13,83	9,32	-3,17	-5,38	16,07	1,35	-	7,16
AFP Fondo 2	S/	12,92	10,52	6,55	-7,15	9,90	4,25	-	6,46
AFP Fondo 3	S/	7,82	6,34	20,03	-7,55	5,18	1,31	-	9,89
Depósitos a plazo (1 año)	S/	4,45	3,51	2,65	6,69	7,34	4,83	5,12	5,16
	USD	2,07	1,37	0,90	2,14	4,15	3,73	3,73	3,77

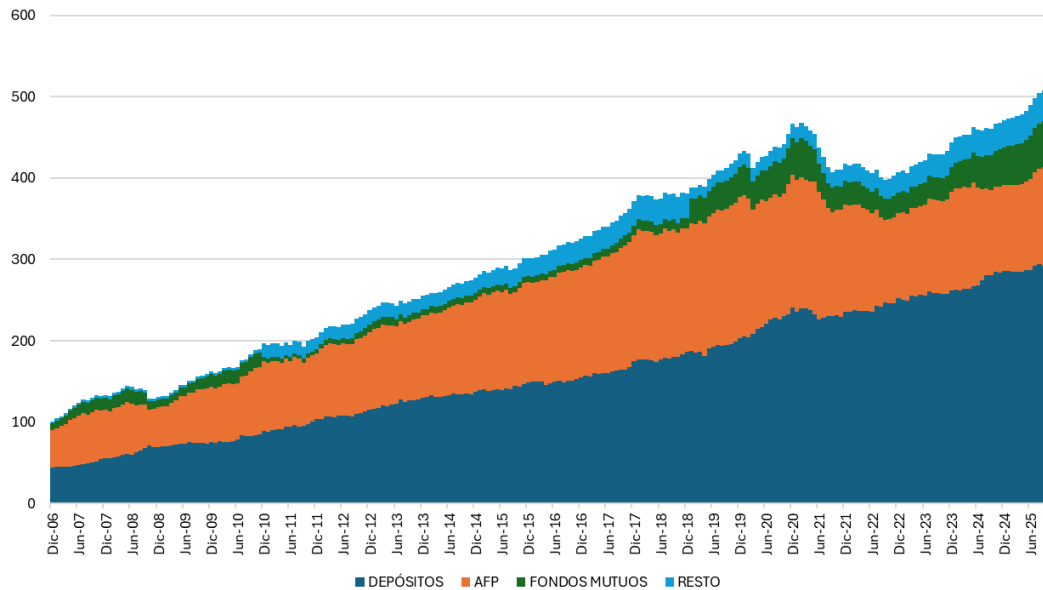
Fuente: Asociación de administradoras de fondos mutuos - Boletín mensual, SBS.

* Rendimiento promedio en lo que va del año a noviembre.

La evolución reciente de los fondos mutuos se relaciona estrechamente con la trayectoria de los depósitos del sistema financiero. El siguiente gráfico muestra los componentes del ahorro financiero, sugiriendo que, en los últimos años, los depósitos crecieron a un ritmo más moderado mientras que los fondos mutuos captaron flujos significativos, evidenciando un fenómeno de sustitución de ahorro financiero, lo cual se puede asociar a los retiros de AFP y CTS.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

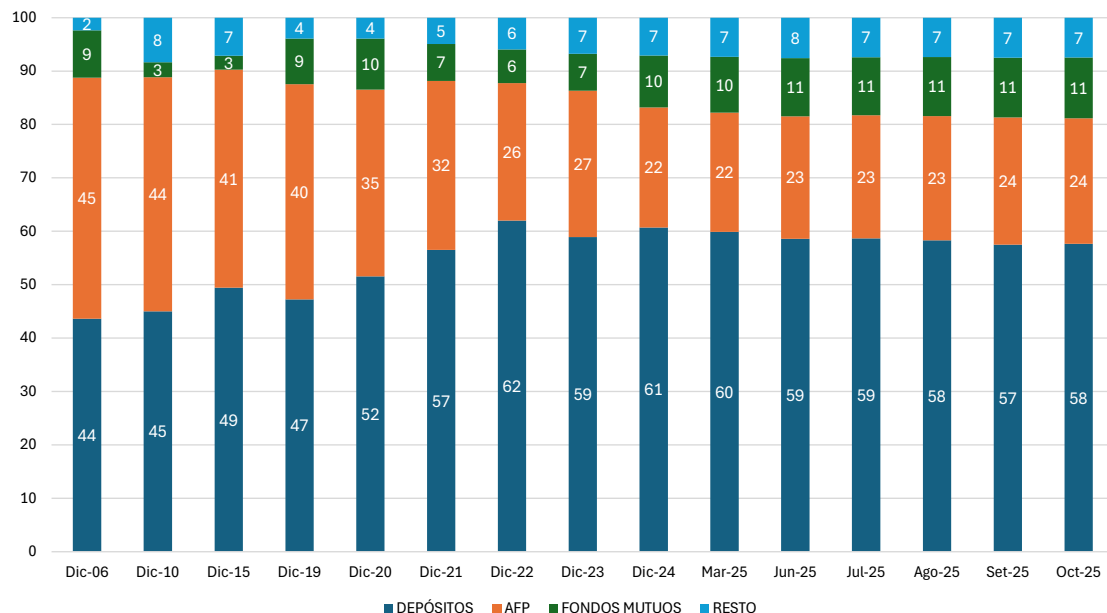
Componentes del ahorro financiero (En miles de millones de S/)



Nota: Resto comprende reservas técnicas de seguros, valores y otras obligaciones con el sector privado.

El siguiente gráfico muestra la evolución de la participación de los componentes del ahorro financiero. A octubre de 2025, los fondos mutuos representan el 11 por ciento del ahorro financiero.

Componentes del ahorro financiero (En porcentajes)

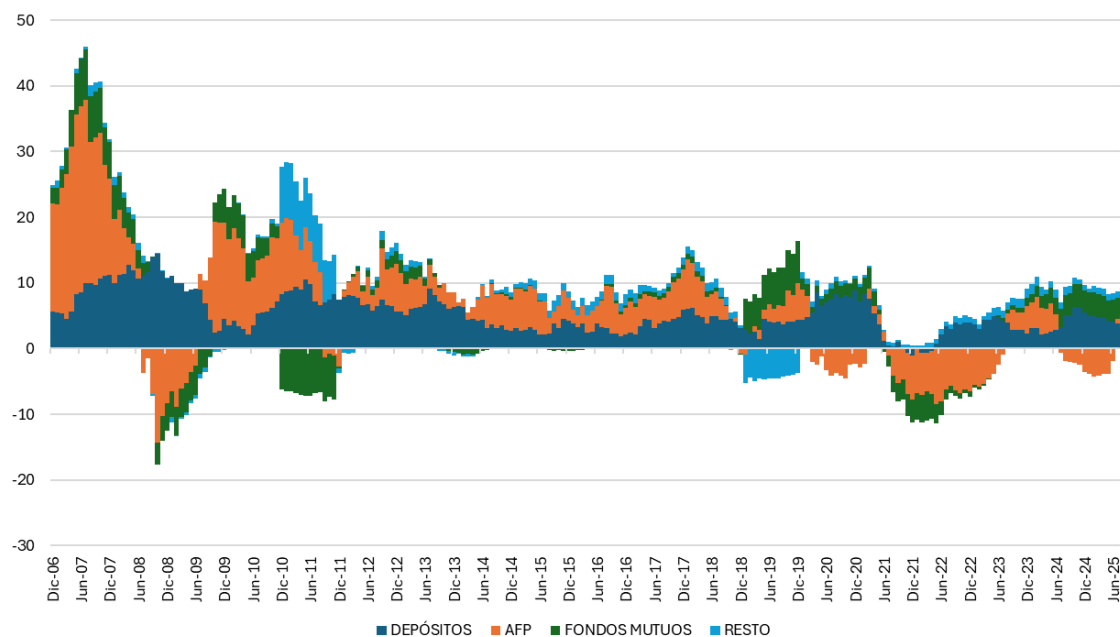


El siguiente gráfico muestra episodios previos de cambios en el ahorro financiero. Los fondos mutuos han experimentado ciclos de crecimiento impulsados principalmente por su atractivo rendimiento en comparación con los depósitos bancarios. Este fenómeno se observó en el periodo 2006-2008 y se repitió entre 2016-2017 y justo antes de la pandemia (2018-2020), donde las bajas tasas de interés llevaron a los inversionistas a

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

buscar alternativas más rentables, haciendo que la participación de estos fondos en el ahorro total se multiplicara. La tendencia se revirtió temporalmente durante la crisis financiera de 2008 y, posteriormente, en la fase de normalización monetaria pospandemia (2021-2022), cuando los depósitos bancarios comenzaron a ofrecer retornos más altos, generando una migración parcial de recursos de vuelta hacia ellos. Sin embargo, a partir de 2023, la dinámica ha vuelto a ser similar a los episodios previos: un diferencial de rendimientos a favor de los fondos mutuos, en un contexto de tasas de depósito bajas, ha motivado un nuevo ciclo de crecimiento para estos instrumentos de inversión.

Componentes del ahorro financiero
(En contribuciones porcentuales)



En conclusión, la evolución reciente de los fondos mutuos en el Perú muestra una recuperación después de la pandemia. El patrimonio administrado alcanzó los S/ 61,6 mil millones en octubre de 2025, mientras que el número de partícipes alcanzó más de 475 mil en dicho periodo, reflejando tanto la valorización de portafolios como la entrada de nuevos inversionistas. Los datos muestran que los fondos mutuos se han convertido en un competidor directo de los depósitos bancarios, especialmente de los depósitos a plazo.

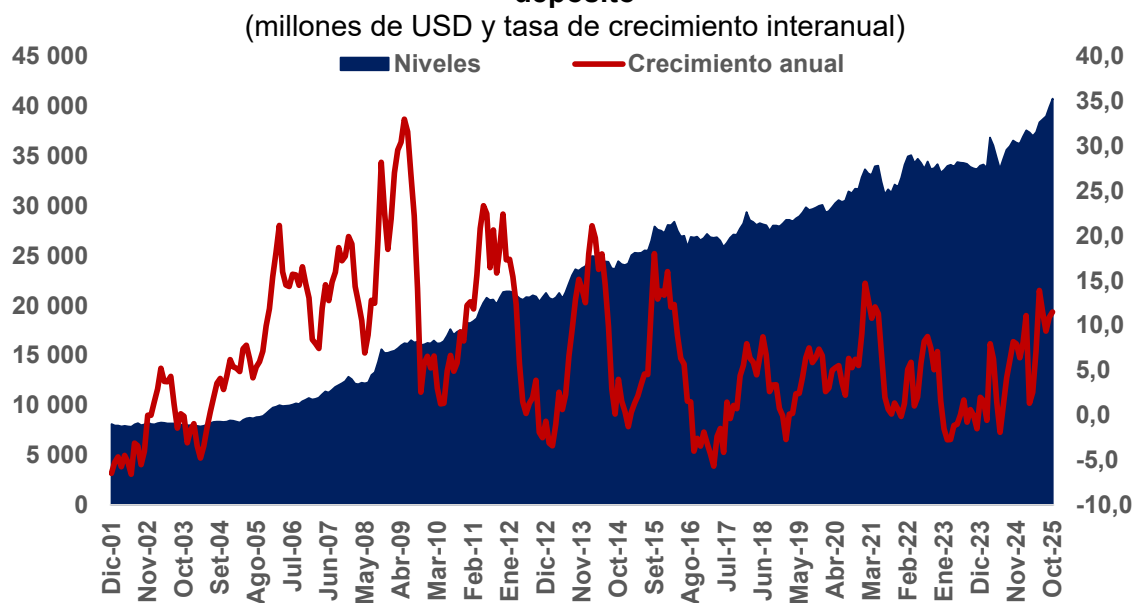
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 7 Evolución reciente de la liquidez en moneda extranjera

En el presente Recuadro se analiza la evolución reciente de la liquidez en dólares, la cual ha venido mostrando un alto crecimiento en los últimos trimestres. Para ello, se revisan distintos agregados e indicadores de liquidez del sistema financiero, principalmente de las empresas bancarias, y se evalúa cómo este comportamiento se relaciona con el entorno externo, la evolución del tipo de cambio y la dinámica del mercado cambiario.

Las sociedades de depósito cuentan actualmente con mayor disponibilidad de liquidez en moneda extranjera (ME), en línea con el incremento de los depósitos del sector privado en estas instituciones. Este comportamiento se observa desde julio de 2024, mes a partir del cual los depósitos en dólares muestran tasas de crecimiento interanual positivas. En octubre de 2025, dicha tasa de crecimiento fue de 11,5 por ciento.

Depósitos del sector privado en Moneda Extranjera de las sociedades de depósito

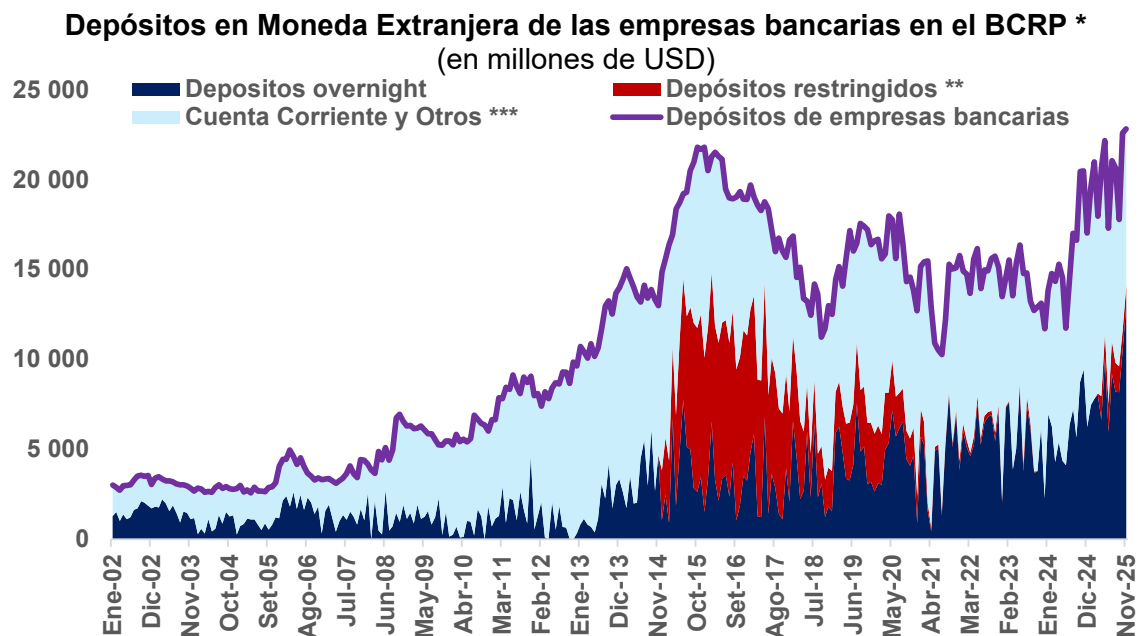


Fuente: BCRP.

En esa línea, desde mediados de 2024 se observa un incremento sostenido depósitos en moneda extranjera (ME) que las empresas bancarias mantienen en el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). Estos depósitos se clasifican en tres tipos principales: depósitos en cuenta corriente, depósitos *overnight* de ventanilla y depósitos restringidos. Los depósitos en cuenta corriente corresponden al encaje exigido por el BCRP, por lo que su evolución está directamente vinculada al aumento de los depósitos del público en las instituciones financieras. Los depósitos *overnight* de ventanilla permiten a las entidades financieras canalizar su exceso de liquidez y obtener un rendimiento por estos fondos, mientras que los depósitos restringidos se originan a partir del colateral recibido en operaciones de repo de monedas.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cabe destacar que, desde julio de 2024, los elevados niveles de estos depósitos responden por excesos de liquidez en moneda extranjera, que las entidades financieras colocan en el BCRP al plazo de un día (depósitos *overnight*), alcanzando niveles históricamente altos.



*Al cierre de noviembre.

**Corresponden a las operaciones de reporte de monedas.

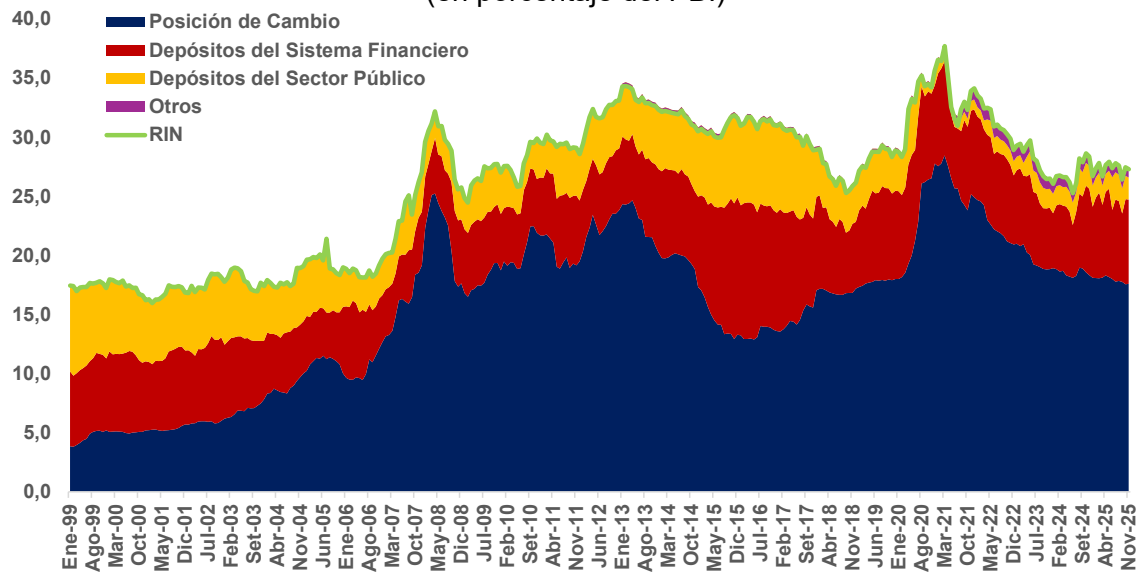
***Otros depósitos hace referencia a depósitos de garantía específica, que representan el 0,4 por ciento del total de depósitos.

Fuente: BCRP.

De esa manera, este incremento de los depósitos en ME en el BCRP ha constituido una fuente de crecimiento de las reservas internacionales, que alcanzaron un nivel de 27,3 por ciento del PBI (USD 90 898 millones) al cierre de noviembre, del cual 7,1 por ciento del PBI corresponden a depósitos del sistema financiero en el BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

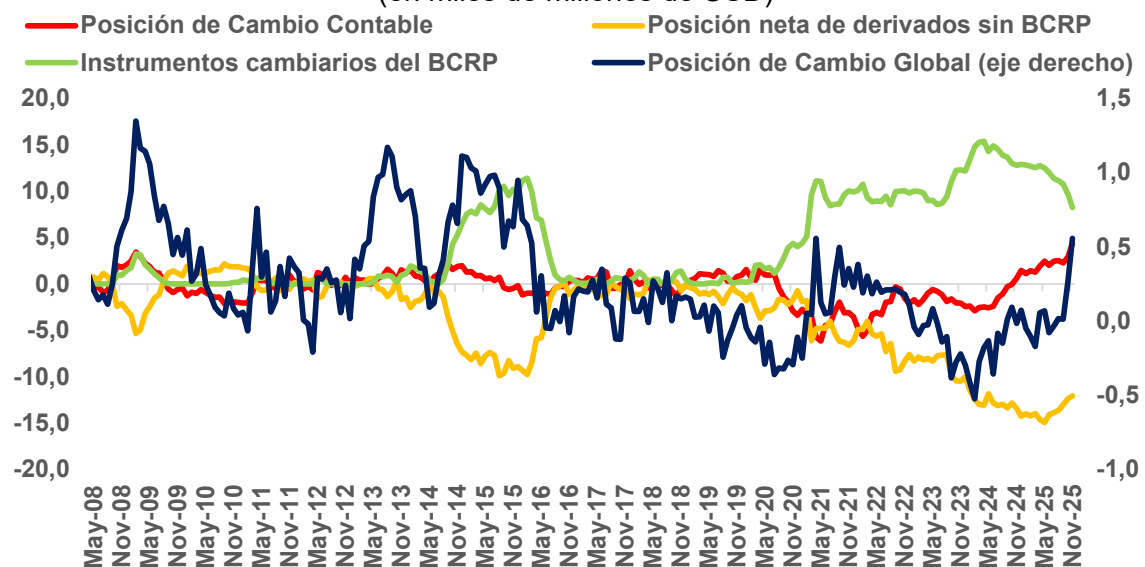
Fuentes de Variación de las Reservas Internacionales Netas del BCRP (en porcentaje del PBI)



Fuente: BCRP.

Asimismo, en el caso de la banca, en los últimos 15 meses se observa una tendencia creciente de la posición de cambio contable, la cual representa la posición de activos en ME neta de pasivos en ME. Este incremento relativo de sus activos en ME respecto a sus pasivos en ME están asociados al incremento de depósitos en el BCRP y a la disminución de sus pasivos con el exterior, principalmente de corto plazo. Respecto a la posición global de la banca —dada por la suma de la posición contable más la posición neta de derivados cambiarios— si bien esta se encuentra normalmente alrededor de cero, en los últimos meses se ve un ligero incremento. La evolución descrita es consistente con la reducción del saldo de instrumentos cambiarios que tienen con el BCRP.

Posición de Cambio y de Derivados de las Empresas Bancarias* (en miles de millones de USD)

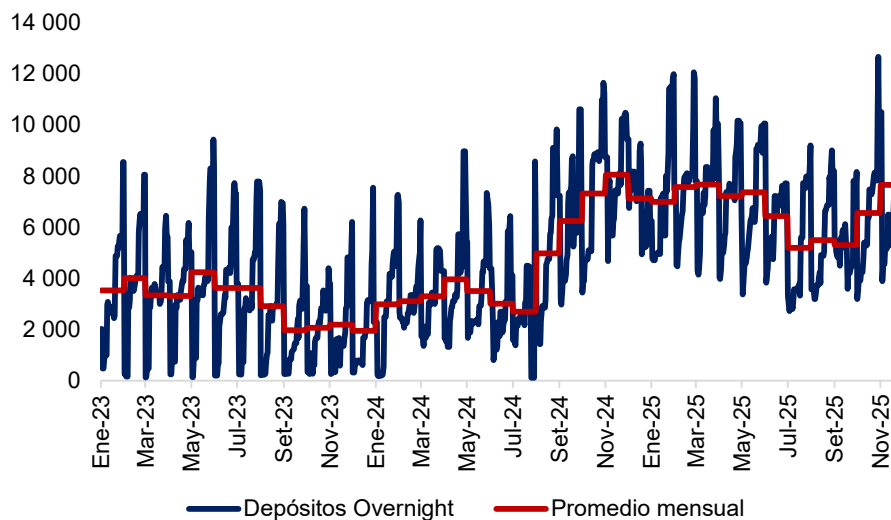


*Al cierre de noviembre.

Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Evolución diaria de los Depósitos *Overnight* en moneda extranjera de las Empresas Bancarias* (en millones de USD)

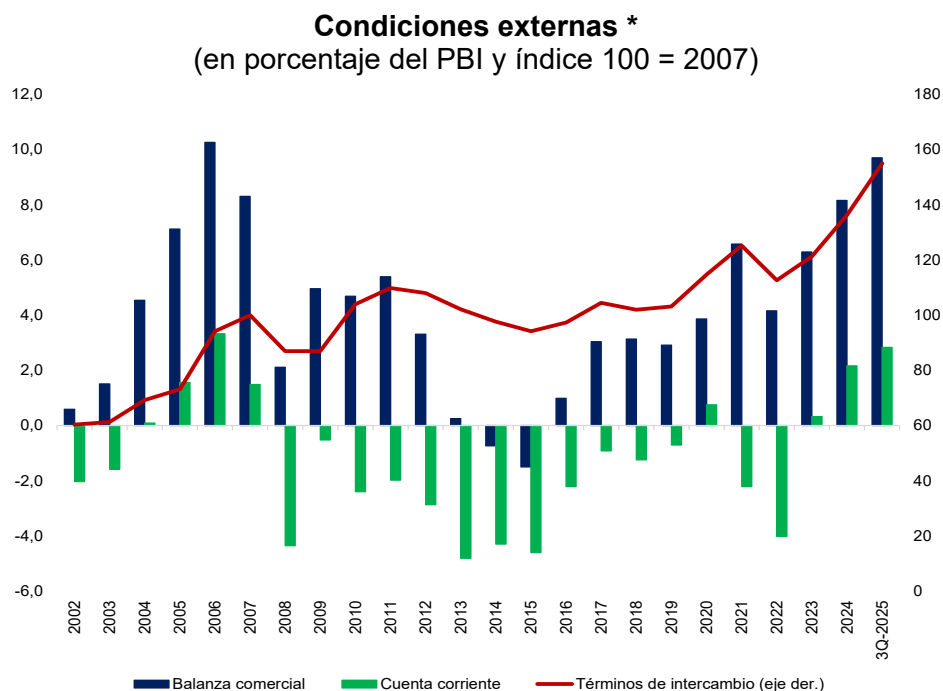


*Al cierre de noviembre.
Fuente: BCRP.

Determinantes de la liquidez en moneda extranjera

El aumento de la liquidez en moneda extranjera responde en gran medida a los términos de intercambio excepcionalmente favorables, que alcanzaron su nivel más alto desde que se tiene registro (1950). En consecuencia, en 2024 la balanza comercial y la cuenta corriente ascendieron a 8,2 y 2,2 por ciento del PBI, respectivamente. Al cierre de setiembre de 2025, los resultados acumulados de los últimos cuatro trimestres muestran que la balanza comercial y la cuenta corriente se ubicaron en 9,7 y 2,8 por ciento del PBI, niveles que no se observaban desde 2006 (10,3 y 3,3 por ciento del PBI, respectivamente).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

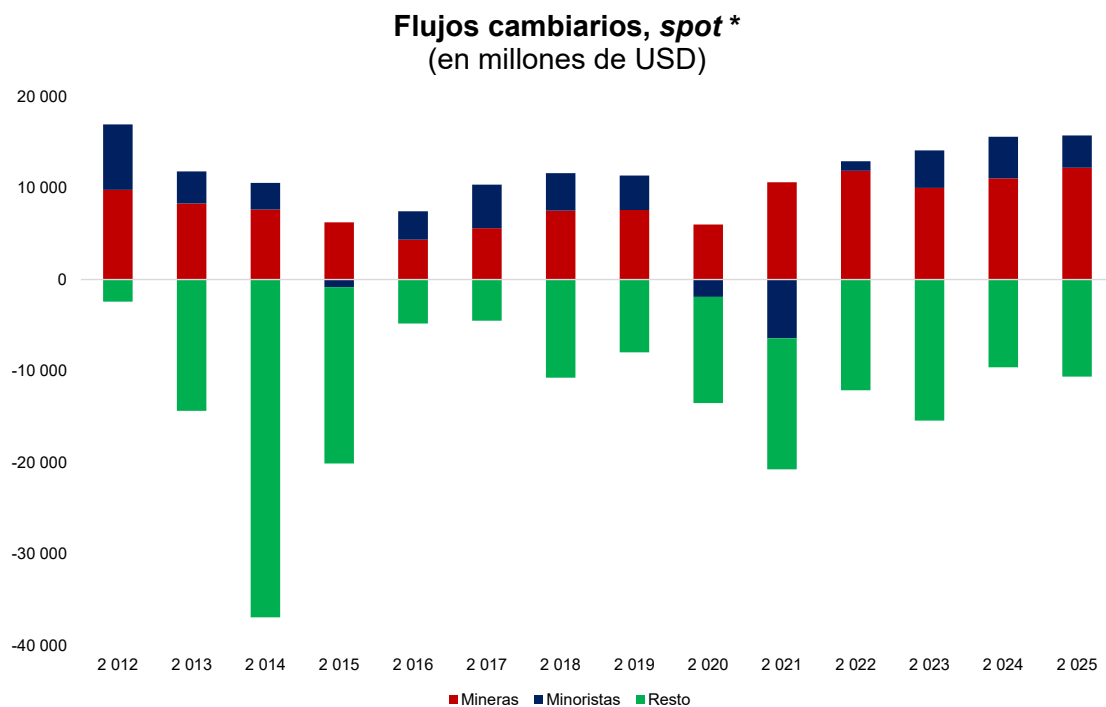


*Para los términos de intercambio se considera el promedio anual hasta el mes de setiembre.

Fuente: BCRP.

Este sólido desempeño de las cuentas externas se ha reflejado en elevados montos de oferta *spot* del sector minero. En 2024, dicha oferta alcanzó USD 11,1 mil millones, el nivel más alto desde 2022 (USD 11,9 mil millones). En 2025, en un contexto de precios elevados de los *commodities* y de la regularización del impuesto a la renta del año previo, se viene registrando una oferta aún mayor, que asciende a USD 12,2 mil millones al cierre de noviembre.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



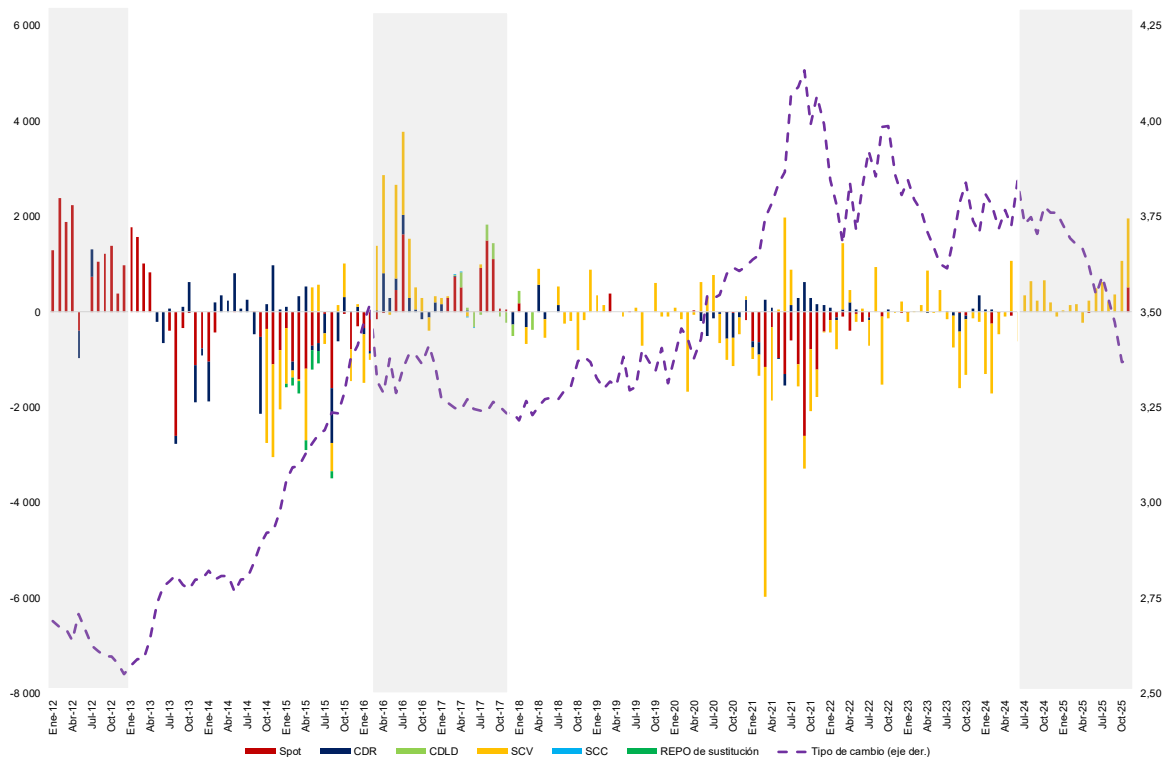
*Al cierre de noviembre. El rubro “Resto” comprende a las AFP, los no residentes, el Banco de la Nación y financieras, y el sector corporativo.
Fuente: BCRP.

Desde julio de 2024, el fuerte ingreso de divisas ha incrementado la posición de cambio contable de la banca y ha generado presiones apreciatorias sobre el sol. Entre junio de 2024 y noviembre de 2025, el sol se apreció 12,5 por ciento, alcanzando un mínimo de S/ 3,362 el 17 de noviembre de 2025. En este contexto, y de manera similar a episodios previos (2012 – 2013, 2016 – 2017), el BCRP intervino para reducir la volatilidad del tipo de cambio.

Entre julio de 2024 y noviembre de 2025, el BCRP intervino principalmente mediante compras netas en el mercado de derivados (vencimiento neto de SCV por USD 6 637 millones) y, en menor medida, mediante compras *spot* (USD 510 millones).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Intervención neta BCRP y tipo de cambio * ** (en millones de USD y S/ por USD)



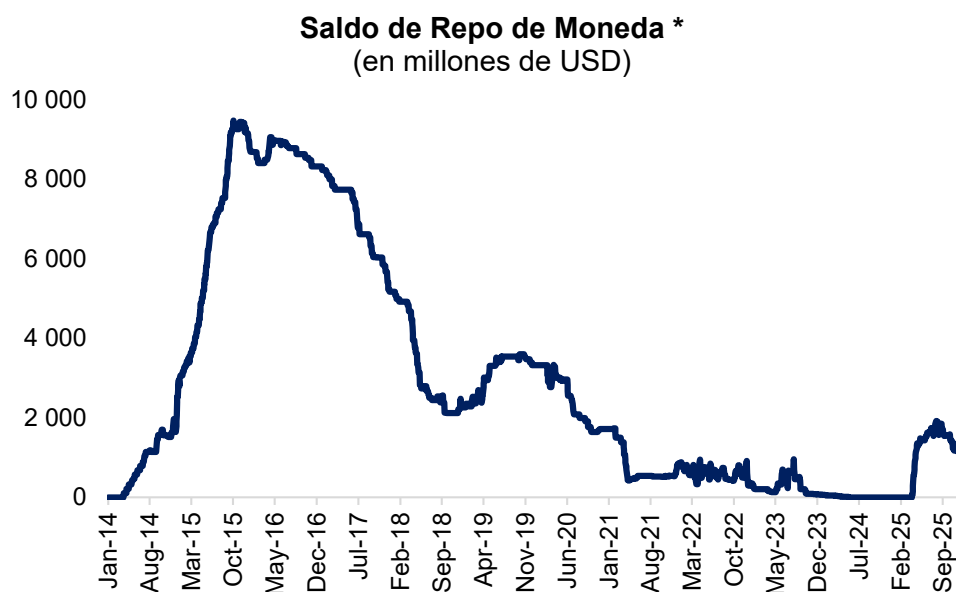
*Al cierre de noviembre.

**Las áreas sombreadas representan episodios de apreciación del tipo de cambio acompañados de compras netas del BCRP en el mercado cambio.

Fuente: BCRP.

Asimismo, desde marzo de este año el BCRP ha realizado subastas de repos de moneda. Este instrumento permite inyectar liquidez en moneda nacional al sistema financiero a través de operaciones de reporte en las que las entidades financieras entregan dólares al banco central como colateral. De esta manera, el BCRP absorbe temporalmente el exceso de liquidez en moneda extranjera mientras provee soles a las entidades. Una vez concluido el plazo del repo de moneda, las entidades devuelven los soles y recuperan los dólares entregados como garantía. Cabe recordar que este instrumento también fue utilizado durante el programa de desdolarización, cuando permitió apoyar la conversión de crédito en moneda extranjera a moneda nacional y la expansión del crédito en moneda nacional, facilitando la transición hacia un menor grado de dolarización.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ



*Al cierre de noviembre.
Fuente: BCRP.

En conclusión, el fuerte ingreso de ME ha generado un incremento en la liquidez en ME del sistema financiero y en la posición de cambio contable de la banca, así como también presiones apreciatorias en el sol. En este contexto, el BCRP ha intervenido activamente mediante instrumentos cambiarios y, más recientemente, con compras de dólares en el mercado cambiario *spot*. Asimismo, el repo de moneda ha permitido retirar temporalmente los excesos de liquidez en dólares, al mismo tiempo que se proporcionaba liquidez en moneda nacional al sistema financiero.

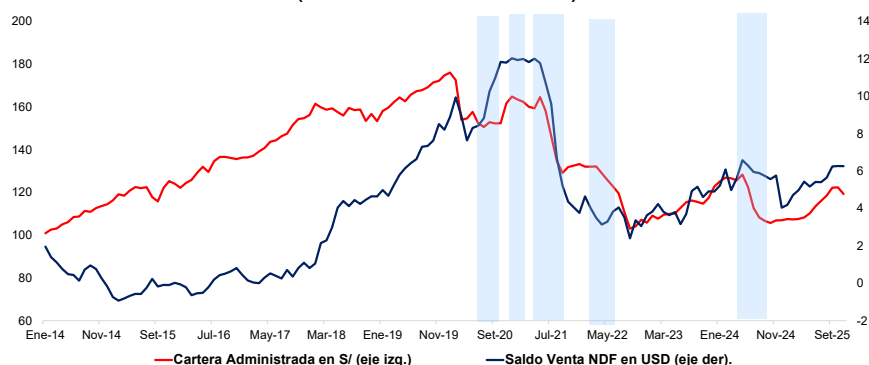
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 8 Impacto de los retiros de fondos de pensiones en el mercado cambiario

Entre 2020 y 2024, los retiros extraordinarios de fondos previsionales sumaron aproximadamente S/ 115 mil millones, equivalentes al 11 por ciento del PBI, generando una demanda significativa de liquidez por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Para atender estos desembolsos, las AFP liquidaron activos como bonos soberanos, bonos corporativos, acciones y derivados, lo que provocó desbalances temporales en los mercados financieros y efectos estructurales en el mercado cambiario local.

La reducción del tamaño de los portafolios administrados por las AFP ha sido notable: de S/ 174,8 mil millones en diciembre de 2019 a S/ 119,3 mil millones en noviembre de 2025, una caída cercana al 32 por ciento. Esta disminución ha reducido su demanda estructural de posiciones *forward* venta y de coberturas cambiarias, limitando la participación de las AFP en el mercado cambiario.

AFP: Cartera Administrada y Saldo Venta Neto *Non-Delivery Forward* (en miles de millones)



Nota: El área sombreada corresponde a los meses de pagos de las solicitudes de retiro.
Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.

Tradicionalmente, las AFP destinan parte de los aportes en soles a la adquisición de activos en el exterior, lo que las convierte en demandantes netas de dólares en el mercado *spot*³⁴. Para mitigar el riesgo cambiario³⁵, emplean operaciones *forward*, principalmente mediante la venta de *Non-Delivery Forwards* (NDF)³⁶. Esta estrategia les permite cubrirse ante posibles apreciaciones del sol, que reducirían el valor en moneda local de sus activos externos.

Sin embargo, los retiros extraordinarios obligaron a liquidar posiciones externas, disminuyendo temporalmente la dolarización de las inversiones y convirtiendo a las AFP en ofertantes netas de dólares en el mercado *spot*, además de reducir sus ventas de NDF. Así, el saldo venta neto NDF de las AFP pasó de USD 8,2 mil millones en diciembre de 2019 a USD 6,2 mil millones en octubre de 2025.

³⁴ Entre enero de 2012 y abril de 2020, las AFP presentaron flujos de demanda neta en el 70 por ciento de los meses, este porcentaje ha disminuido a 46 por ciento entre mayo de 2020 y noviembre de 2025.

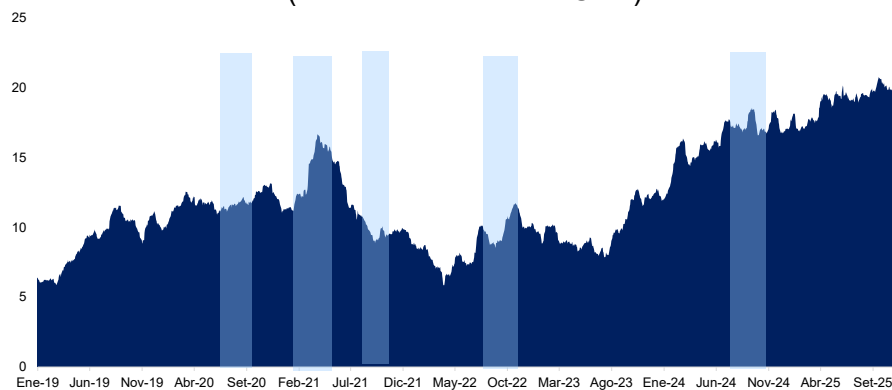
³⁵ La exposición en moneda extranjera es el monto invertido por la AFP en moneda extranjera, corresponde a la dolarización del portafolio.

³⁶ Los flujos mensuales de oferta neta en el mercado de derivados disminuyeron de 68 a 58 por ciento entre los periodos comprendidos entre enero de 2012 y abril de 2020; y mayo de 2020 y noviembre de 2025.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En paralelo, se observa también que los inversionistas no residentes participan más activamente en la demanda de derivados para cubrir su exposición al sol, aumentando sus compras netas NDF, en un entorno caracterizado por una menor oferta de derivados proveniente de las AFP.

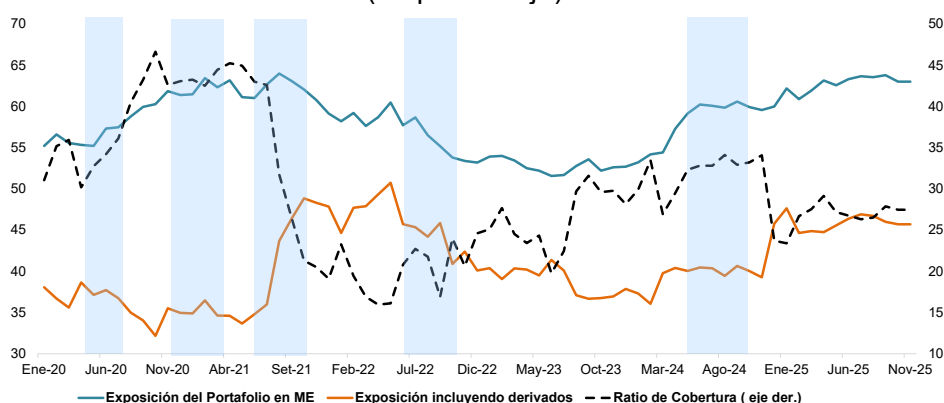
Saldo Venta Neto NDF a No Residentes
(en miles de millones USD)



Comprende las operaciones realizadas de los bancos locales y las AFP a los inversionistas no residentes. Nota: El área sombreada corresponde a los meses de pagos de las solicitudes de retiro. Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.

Durante los periodos de retiro, el ratio de cobertura³⁷ de las AFP disminuyó, debido a que la exposición en moneda extranjera se redujo más rápido que el ajuste de las coberturas vigentes. Para obtener liquidez en soles, las AFP vendieron activos en dólares, pero no siempre pudieron ajustar sus contratos forwards en la misma proporción. Factores como la necesidad de evitar presiones adicionales en el mercado *spot*, los costos de vencimiento anticipado y los requerimientos de liquidez limitaron el ajuste de los contratos *forwards*. Asimismo, la apreciación del sol que suele acompañar estos episodios redujo el valor en soles de la exposición en dólares, amplificando la caída del ratio de cobertura.

Cobertura Cambiaria de las AFP
(en porcentaje)



Nota: El área sombreada corresponde a los meses de pagos de las solicitudes de retiro. Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.

³⁷ El ratio de cobertura indica qué porcentaje de la exposición en moneda extranjera de la AFP se encuentra cubierto contra movimientos en el tipo de cambio con instrumentos derivados, principalmente NDF.

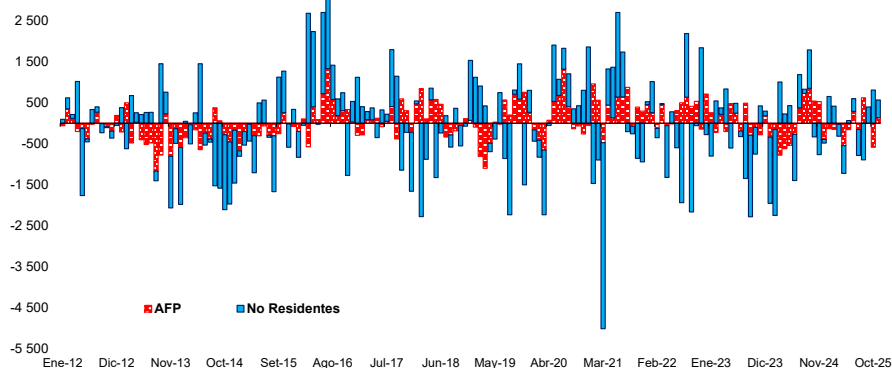
Se determina como:
$$\left(\frac{\text{Exposición del portafolio en moneda extranjera} - \text{Exposición incluyendo derivados}}{\text{Exposición del portafolio en moneda extranjera}} \right) * 100$$

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En estos episodios, los flujos en el mercado cambiario reflejaron, en promedio, una mayor oferta de dólares en el mercado *spot* y una mayor demanda neta de derivados. Estos flujos fueron mucho mayores que los habituales y, en conjunto, las AFP se mantuvieron como ofertantes netos en el mercado local.

Históricamente, la oferta neta de dólares de las AFP en el mercado de derivados tendía a compensar la demanda de los inversionistas no residentes. Sin embargo, al reducirse su portafolio en moneda extranjera también disminuyó esta capacidad.

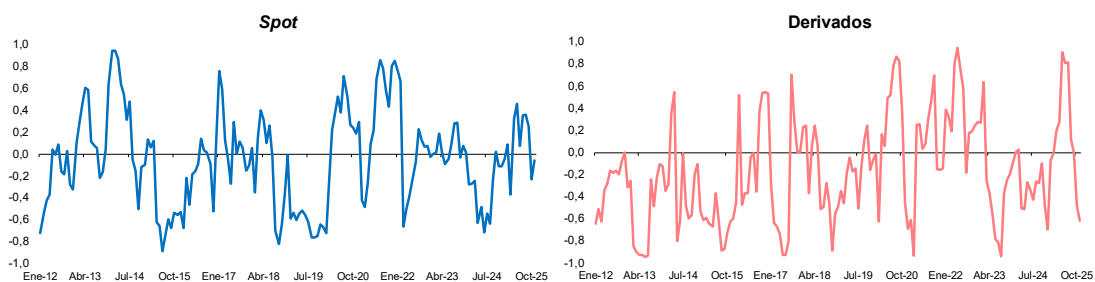
Oferta Neta de AFP y No Residentes
(monto en millones USD)



Fuente: BCRP. A noviembre 2025.

La correlación entre los flujos del mercado cambiario de las AFP y los inversionistas no residentes fue mayormente negativa entre 2012 y 2025, tanto en el mercado *spot* como en el de derivados. Sin embargo, se ha hecho menos frecuente después de 2020. En el mercado *spot*, la correlación negativa bajó del 58 por ciento de los meses al 39 por ciento, y en el mercado de derivados, del 79 por ciento al 48 por ciento.

Coefficiente de Correlación: Oferta Neta de AFP y No Residentes*

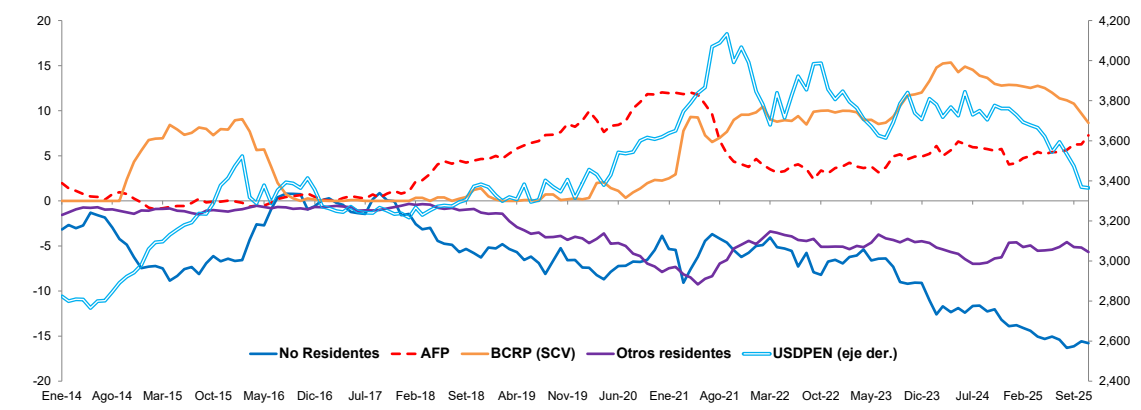


*Ventanas móviles de 6 meses. Fuente: BCRP. A noviembre 2025.

En síntesis, los retiros extraordinarios han reducido el rol estabilizador de las AFP en el mercado cambiario, al disminuir las AFP sus posiciones *forward* tras liquidar activos externos. En conjunto, los retiros extraordinarios aumentaron la sensibilidad del mercado cambiario a los choques de flujos y redujeron la correlación entre las posiciones de AFP y de los inversionistas no residentes respecto de los niveles observados antes de 2020. Al mismo tiempo, el BCRP incrementó el uso de *swaps* cambiarios para reducir la volatilidad y preservar el funcionamiento ordenado del mercado.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Saldo de Compras Netas NDF de la Banca y Tipo de Cambio
(monto en miles de millones USD)



Fuente: BCRP y SBS. A noviembre 2025.

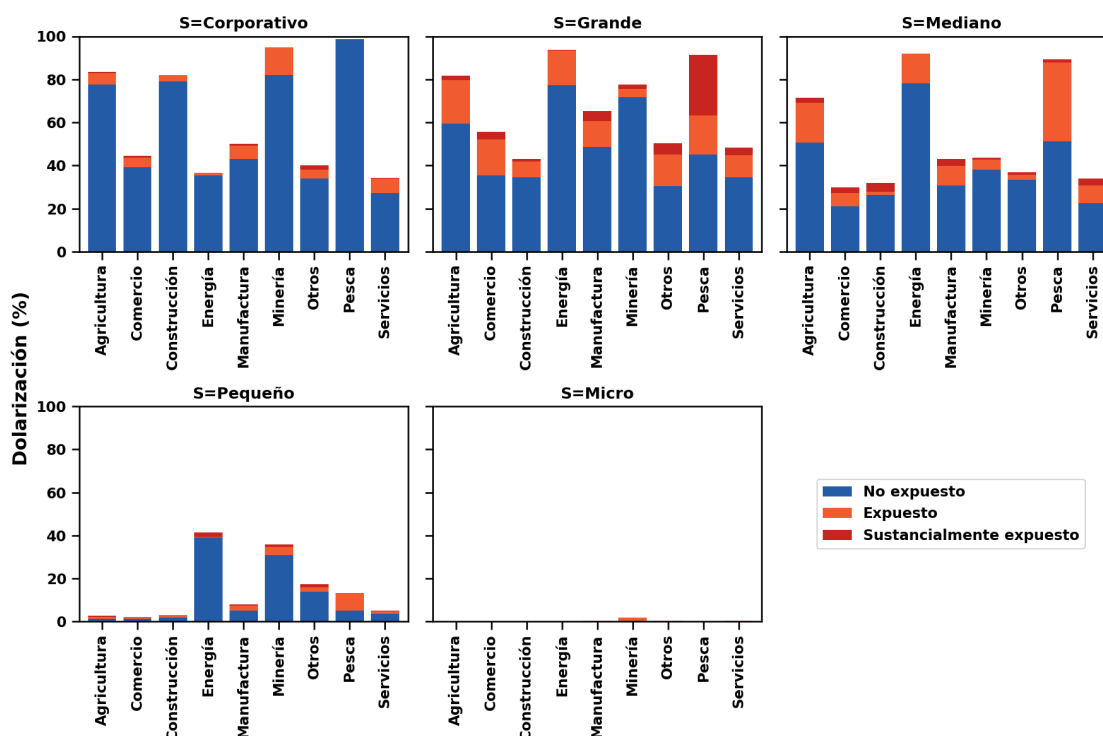
BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 9 Riesgo cambiario crediticio, dolarización y morosidad

Este Recuadro presenta estadísticas sobre el riesgo cambiario crediticio y analiza sus vínculos con la dolarización de créditos y la morosidad. Para ello, se utiliza el indicador de exposición al riesgo cambiario que las entidades financieras están obligadas a evaluar y reportar en el marco del Reporte Crediticio de Deudores (RCD), exigido por la SBS a las sociedades de depósitos.

De acuerdo con el Reglamento para la Administración del Riesgo Cambiario Crediticio³⁸, establecido por la SBS, cada entidad financiera debe realizar esta evaluación conforme a su metodología interna, identificando si el deudor —potencial o actual— presenta descalce de monedas entre sus ingresos y obligaciones. Además, se debe medir el impacto de una depreciación real del 10 y 20 por ciento sobre la capacidad de pago, con frecuencia mínima anual³⁹. El indicador de exposición se reporta a nivel de deudor para cada entidad financiera en el RCD.

Dolarización por sector económico y segmento de crédito por contribución de la exposición al riesgo cambiario, octubre 2025 (En porcentajes)



Fuente: RCD.

³⁸ Resolución SBS N° 41 – 2005.

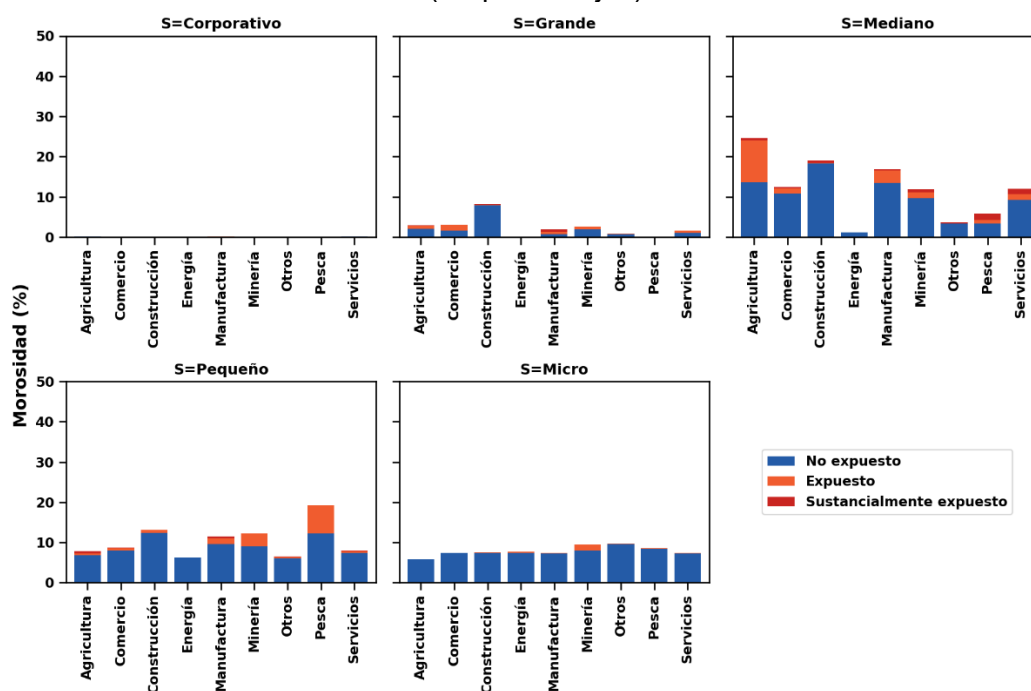
³⁹ En febrero de 2025 se aprobó un nuevo Reglamento de Gestión del Riesgo Cambiario Crediticio (Resolución S.B.S. N° 00774-2025), el cual entra en vigor desde enero de 2026 y establece una metodología estandarizada para la identificación de deudores expuestos al riesgo cambiario crediticio. Para deudores minoristas, se identifica como expuestos si tienen deudas mayores a USD 2 mil o tengan una dolarización mayor al 20 por ciento. Para deudores no minoristas que no cuenten con estados financieros, se consideran expuestos si no son generadores de divisas o no son empresas financieras o bancos multilaterales, y su dolarización es mayor igual al 20 por ciento. Para los no minoristas que cuenten con estados financieros a las condiciones anteriores, se adiciona que bajo al menos uno de los escenarios de depreciación (10 o 20 por ciento) el *ratio de cobertura de deuda* (RcobD) sea menor que 1 para considerarse expuesto.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

El gráfico previo muestra la dolarización del crédito empresarial por sector económico, segmento de crédito y exposición al riesgo cambiario para octubre de 2025, evidenciando una marcada heterogeneidad en la dolarización por segmento y sector. Esta se concentra en los segmentos más grandes —corporativo, grande y, en menor medida, mediano—, principalmente en sectores con baja exposición cambiaria como pesca, minería y agricultura. Los segmentos cuya dolarización presenta mayor contribución de créditos con exposición al riesgo cambiario son la mediana y gran empresa, destacando pesca, energía y agricultura, en el segmento mediano.

Por su parte, el siguiente gráfico muestra la morosidad por sector, segmento y contribución del riesgo cambiario, donde también se observa una elevada heterogeneidad entre segmentos, aunque menor entre sectores. El segmento corporativo prácticamente no presenta morosidad, mientras que el segmento grande registra niveles muy bajos. El segmento mediano muestra una morosidad algo mayor y más heterogénea, mientras que el segmento de microempresas presenta niveles inferiores y más homogéneos entre sectores. En este contexto, agricultura y pesca en los segmentos mediano y pequeño, respectivamente, exhiben las mayores contribuciones a la morosidad por créditos con exposición al riesgo cambiario. Cabe señalar que la participación de los créditos a estos sectores en los segmentos mediano y pequeño es relativamente bajo.

Morosidad por sector económico y segmento de crédito por contribución de la exposición al riesgo cambiario, octubre 2025 (En porcentajes)



Nota: Morosidad sobre el crédito total.
Fuente: RCD.

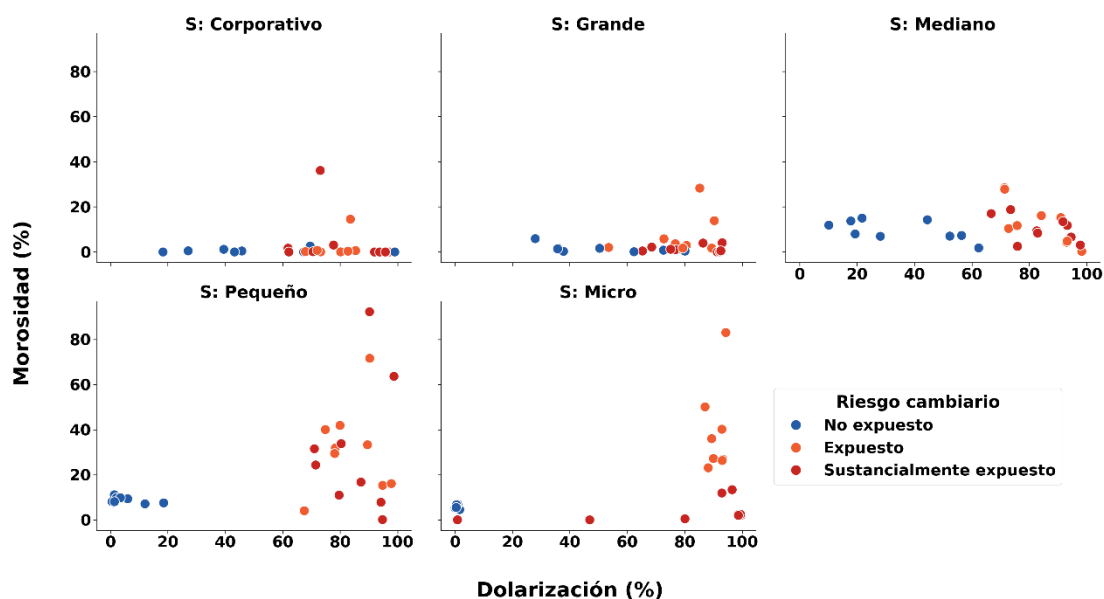
Al analizar los vínculos de morosidad y dolarización por exposición al riesgo cambiario en el diagrama de dispersión del gráfico a continuación, se observa que las empresas no expuestas presentan, en promedio, menor dolarización y morosidad respecto a aquellas expuestas al riesgo cambiario. Esta asociación es más evidente en los segmentos de menor tamaño, donde la diferencia en la exposición efectiva a la

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

dolarización entre grupos expuestos y no expuestos es mayor, reflejando también una mayor fragilidad para enfrentar choques diversos.

Así, mientras las empresas de segmentos más grandes son las más dolarizadas y expuestas, muestran mayor resiliencia y menor propensión al incumplimiento a pesar de su exposición, en contraste con los segmentos más pequeños, que por su tamaño son en promedio más vulnerables.

Morosidad y dolarización promedio por segmento, sector y exposición al riesgo cambiario, 2021-2025 (En porcentajes)



Nota: Morosidad del crédito total.
Fuente: RCD

En conclusión, se muestra que existe una marcada heterogeneidad en la dolarización de créditos: por segmento, se concentra en las empresas más grandes, y por sector económico, principalmente en los sectores exportadores. Los segmentos medio y grande son también los más expuestos al riesgo cambiario crediticio. En síntesis, aunque las empresas más grandes presentan mayor exposición al riesgo cambiario crediticio, el riesgo efectivo derivado de la dolarización es más elevado en los segmentos pequeños dolarizados.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

VI. Inflación y balance de riesgos de inflación

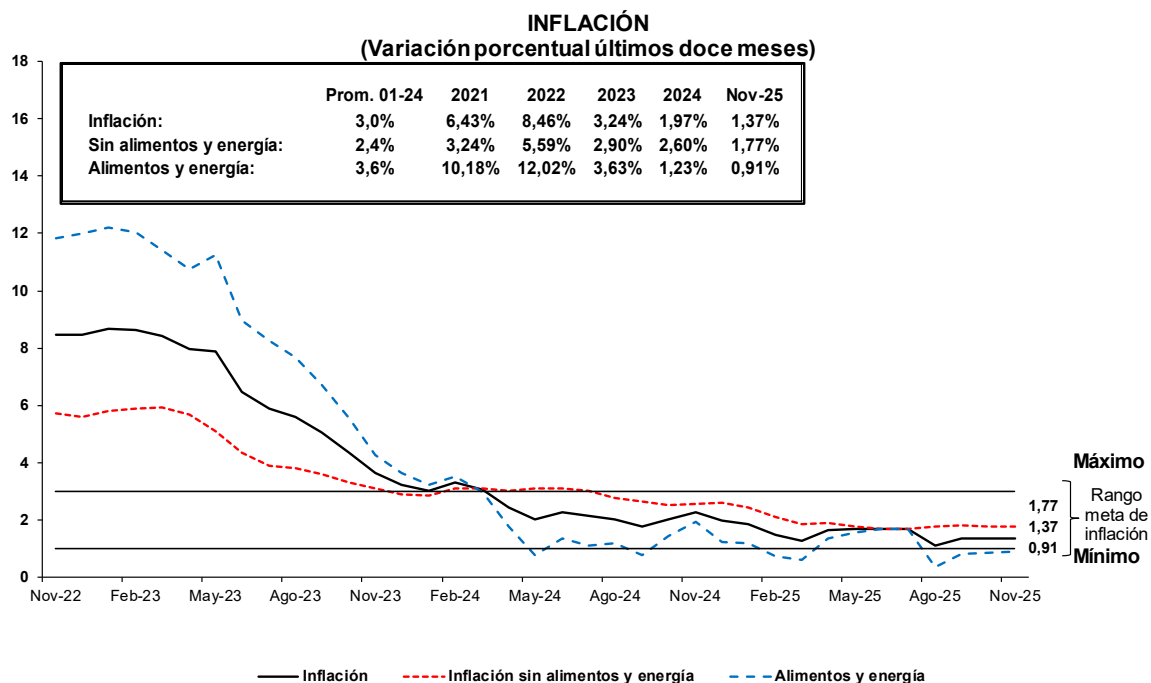
Evolución reciente

97. La **inflación** interanual incrementó de 1,11 por ciento en agosto a 1,37 por ciento en noviembre, ante el mayor precio de algunos alimentos, como ajo y huevos, y de servicios como el transporte local, manteniéndose dentro del rango meta.

La inflación sin alimentos y energía (SAE) incrementó de 1,75 a 1,77 por ciento en el mismo periodo, observándose un mayor ritmo de incremento en rubros como transporte local y transporte aéreo tanto internacional como nacional además de, equipos telefónicos. Tanto los bienes como los servicios incluidos en la SAE se ubicaron dentro del rango meta.

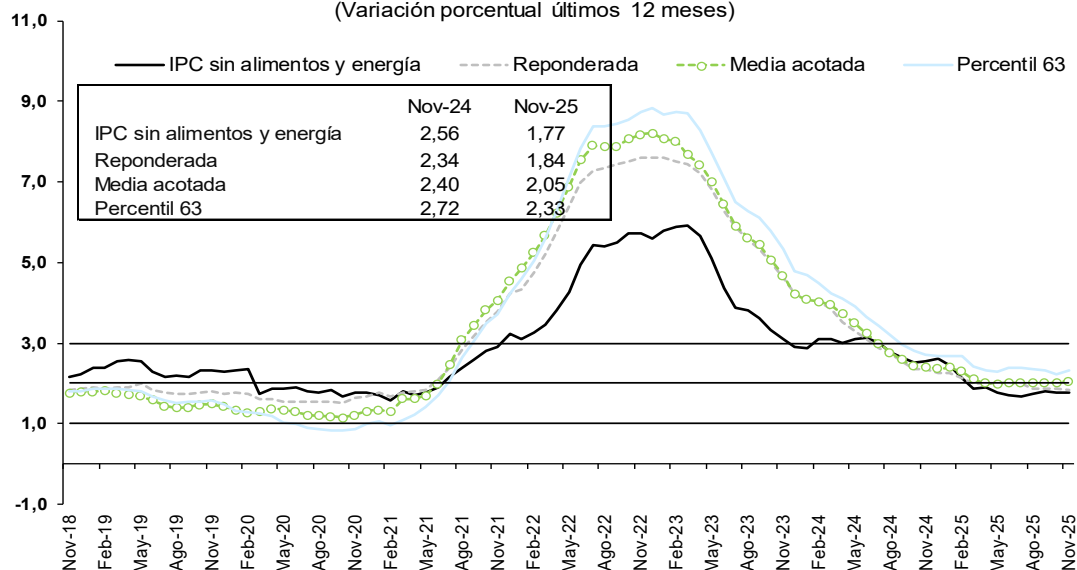
Los diferentes indicadores tendenciales se mantuvieron dentro del rango meta entre agosto y noviembre.

Gráfico 87



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 88
Indicadores tendencias de inflación
(Variación porcentual últimos 12 meses)

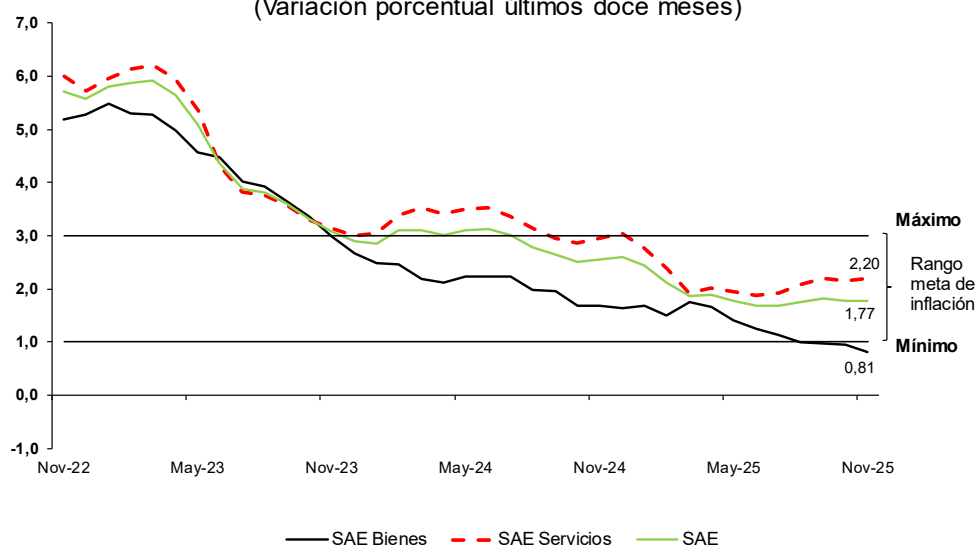


Nota:

- IPC sin alimentos y energía:** IPC excluyendo alimentos, combustibles y electricidad.
- Reponderada:** Reduce el peso de los rubros con mayor volatilidad, dividiendo las ponderaciones originales de cada rubro entre la desviación estándar de sus variaciones porcentuales mensuales.
- Media acotada:** Promedio ponderado de las variaciones porcentuales de precios ubicadas entre los percentiles 34 y 84.
- Percentil 63:** Corresponde a la variación porcentual del rubro ubicado en el percentil 63.

98. La inflación sin alimentos y energía (SAE) se mantuvo dentro del rango meta entre agosto y noviembre de 2025, alcanzando un máximo en setiembre explicado principalmente por los incrementos en transporte local y en alimentos como el limón, cebolla y tomate. Tanto la inflación SAE de bienes y la inflación SAE de servicios se ubicaron dentro del rango meta.

Gráfico 89
INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA
(Variación porcentual últimos doce meses)



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 38
INFLACIÓN SERVICIOS
(Variación porcentual 12 meses)

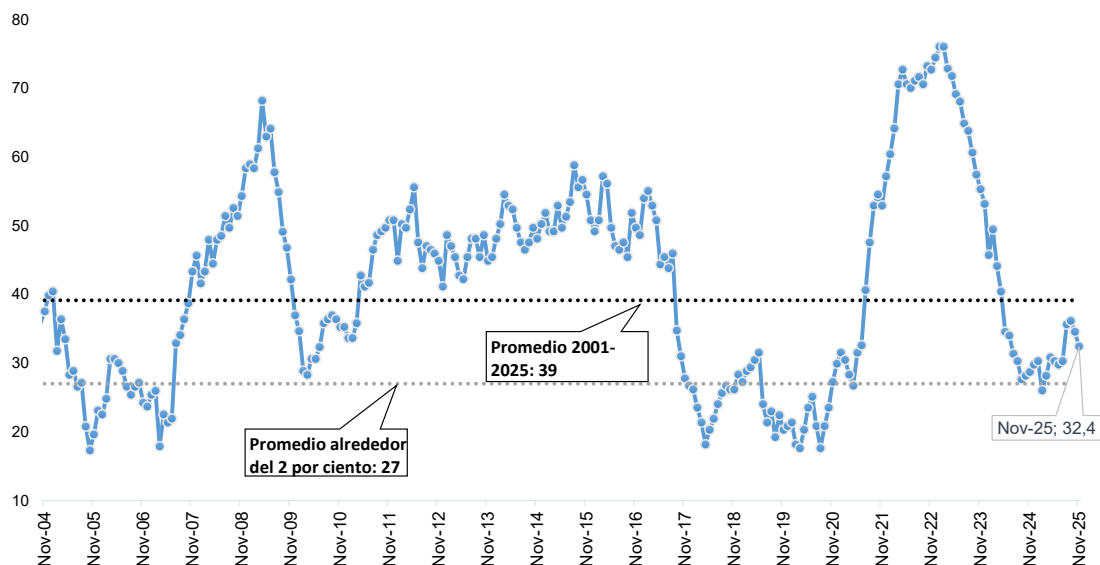
	Peso	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	Mar-25	Jun-25	Set-25	Oct-25	Nov-25
Servicios	37,89	3,61	5,72	3,01	3,05	1,92	1,89	2,19	2,14	2,20
Educación	8,61	1,60	3,92	6,40	5,09	4,42	4,07	4,07	4,11	4,03
del cual:										
<i>Primaria</i>	1,55	1,64	3,60	10,39	6,31	5,26	5,26	5,26	5,26	5,26
<i>Secundaria</i>	1,26	1,64	3,83	10,74	6,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42
<i>Superior</i>	4,26	1,64	4,09	3,86	3,96	3,64	3,23	3,31	3,31	3,32
<i>Post secundaria, no terciaria</i>	0,51	1,64	6,34	4,03	3,72	3,72	2,22	2,22	2,02	1,94
Transporte	9,14	3,69	12,30	2,89	3,83	1,13	0,82	1,86	2,07	2,85
del cual:										
<i>Terrestre nacional</i>	0,27	19,57	5,78	-5,23	12,35	-5,82	0,60	0,21	-1,54	-0,84
<i>Local</i>	8,08	2,97	13,50	3,51	3,62	1,80	1,04	2,06	2,40	2,92
<i>Aéreo nacional</i>	0,24	45,44	-21,34	24,20	6,81	-8,22	-1,22	6,27	2,73	11,80
<i>Aéreo internacional</i>	0,55	45,44	12,13	-9,05	2,09	-3,64	-2,13	-2,02	-2,31	0,31
Salud	1,48	2,82	7,30	3,28	1,59	0,46	0,89	1,15	1,21	1,34
Otros servicios	5,03	8,92	3,89	3,23	2,43	2,60	2,91	2,94	2,84	2,70
del cual:										
<i>Servicios culturales</i>	1,13	6,53	5,47	5,57	3,24	3,66	3,82	4,19	3,86	2,84
Otros servicios personales	3,37	2,50	2,55	2,39	1,79	2,12	2,98	3,50	3,69	3,74
del cual:										
<i>Servicios domésticos</i>	2,25	1,12	0,84	0,86	1,08	1,55	2,54	3,11	3,42	3,36
Servicios públicos	5,81	5,20	3,61	0,71	2,02	0,26	0,33	0,41	-0,39	-1,08
del cual:										
<i>Servicio de telefonía fija y móvil</i>	4,26	-0,19	2,20	0,35	-0,11	-0,17	-0,10	0,01	-1,10	-2,08
<i>Agua</i>	1,37	11,57	7,90	1,32	7,48	0,80	0,80	0,80	0,80	0,80
Alquileres	4,45	1,76	2,38	-0,19	0,57	0,13	0,06	-0,26	-0,26	-0,43

99. De 188 rubros en el Índice de Precios del Consumidor el 32 por ciento registró una variación interanual mayor al 3 por ciento en noviembre. Este indicador alcanzó un pico de 76 por ciento en febrero de 2023 y ha disminuido desde marzo de 2023.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 90

Porcentaje de rubros del IPC con variación interanual de precios mayor a 3%



	Nov-24	Dic-24	Ene-25	Feb-25	Mar-25	Abr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Ago-25	Set-25	Oct-25	Nov-25
Índice	29	30	30	26	28	31	30	30	30	36	36	35	32
Número de rubros:													
Rubros con variación mayor a 3%	54	56	57	49	53	58	57	56	57	67	68	65	61
Rubros con variación menor a 3%	134	132	131	139	135	130	131	132	131	121	120	123	127

Nota: La inflación promedio anual correspondiente al período del índice de dispersión promedio de largo plazo es 2,9 por ciento.

- Los rubros más vinculados al tipo de cambio, a las cotizaciones internacionales y al Índice de Precios al por Mayor (IPM) contribuyeron con -0,77 puntos porcentuales al resultado de la inflación acumulada entre enero y noviembre (1,26 por ciento).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 39

Rubros vinculados al tipo de cambio, cotizaciones internacionales e IPM

	Peso Base Dic-21	Var% 12 m Dic-22	Contr. Pond.	Var% 12 m Dic-23	Contr. Pond.	Var% 12 m Dic-24	Contr. Pond.	Var% acum. Ene-Nov 25	Contr. Pond.
IPC	100.00	8.46	8.46	3.24	3.24	1.97	1.97	1.26	1.26
<u>Del cual</u>									
Rubros vinculados al tipo de cambio	14.58	5.19	0.76	1.92	0.27	1.77	0.25	-0.13	-0.02
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	7.99	11.40	0.91	1.44	0.12	-1.53	-0.12	-7.29	-0.57
Vinculados a commodities de alimentos	5.84	15.21	0.89	3.96	0.25	-2.94	-0.18	-7.20	-0.43
Combustibles	2.15	1.05	0.02	-6.36	-0.13	3.32	0.06	-7.58	-0.14
Rubros relacionados al IPM	1.37	7.90	0.11	1.32	0.02	7.48	0.10	0.80	0.01
Rubros relacionados al tipo de cambio, IPM y cotizaciones	2.62	11.46	0.30	-7.11	-0.19	-0.72	-0.02	-8.11	-0.19
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	26.56	7.82	2.08	0.82	0.22	0.80	0.21	-3.00	-0.77
Resto	73.44	8.69	6.38	4.10	3.02	2.37	1.76	2.72	2.03

La inflación acumulada en el periodo enero-noviembre 2025 fue 1,26 por ciento. La inflación sin alimentos y energía fue 1,36 por ciento en el mismo periodo, correspondiendo un incremento de 0,8 por ciento a los bienes (contribución de 0,14 puntos porcentuales a la inflación) y 1,6 por ciento a los servicios (contribución de 0,60 puntos porcentuales a la inflación). El mayor incremento en servicios se registró en educación (4,0 por ciento), seguido del rubro de transporte (0,8 por ciento).

El rubro de alimentos dentro del hogar aumentó 1,7 por ciento en enero-noviembre 2025, con una contribución de 0,45 punto porcentuales al crecimiento del IPC. Las comidas fuera del hogar se incrementaron en 2,5 por ciento, contribuyendo con 0,41 puntos porcentuales. El precio de los combustibles se redujo en 7,6 por ciento (contribución de -0,14 puntos porcentuales), mientras que las tarifas de electricidad disminuyeron 8,1 por ciento (contribución de -0,19 puntos porcentuales a la inflación).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Cuadro 40
INFLACIÓN
Variaciones porcentuales

	Peso	Dic-21	Dic-22	Dic-23	Dic-24	2025	
						Nov 25 / Dic 24*	Nov 25 / Nov 24
IPC	100,0	6,43	8,46	3,24	1,97	1,26	1,37
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	3,24	5,59	2,90	2,60	1,36	1,77
a. Bienes	17,4	2,6	5,3	2,7	1,6	0,8	0,8
b. Servicios	37,9	3,6	5,7	3,0	3,0	1,6	2,2
Educación	8,6	1,6	3,9	6,4	5,1	4,0	4,0
Salud	1,5	2,8	7,3	3,3	1,6	1,3	1,3
Transporte	9,1	3,7	12,3	2,9	3,8	0,8	2,8
Agua	1,4	11,6	7,9	1,3	7,5	0,8	0,8
Otros	17,3	1,7	2,8	1,5	1,3	0,9	1,0
2. Alimentos y energía	44,7	10,18	12,02	3,63	1,23	1,15	0,91
a. Alimentos y bebidas	40,0	8,0	12,6	4,8	1,2	2,1	1,8
Alimentos dentro del hogar	24,5	9,8	14,5	3,7	0,2	1,7	1,2
Comidas fuera del hogar	15,5	4,5	9,7	6,6	2,9	2,5	2,7
b. Combustibles y electricidad	4,8	24,4	6,8	-6,8	1,0	-7,9	-7,8
Combustibles	2,1	47,2	1,0	-6,4	3,3	-7,6	-7,6
Electricidad	2,6	9,5	11,5	-7,1	-0,7	-8,1	-8,0

*Variación porcentual acumulada

101. Los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-noviembre 2025 fueron comidas fuera del hogar, educación, pescado y transporte local (1,3 puntos porcentuales a la inflación). Los rubros con mayor contribución negativa fueron carne de pollo, electricidad, huevos y servicios de telefonía (-0,58 puntos porcentuales a la inflación).

Cuadro 41
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: NOVIEMBRE 2025

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	15,5	2,5	0,41	Carne de pollo	2,7	-8,6	-0,22
Educación	8,6	4,0	0,35	Electricidad	2,6	-8,1	-0,19
Pescado fresco marítimo	0,7	61,7	0,34	Huevos	0,7	-11,5	-0,09
Transporte local	8,1	2,1	0,18	Servicio de telefonía fija y móvil	4,3	-2,1	-0,08
Productos para el cuidado personal	4,0	2,1	0,08	Vehículos a motor	1,6	-4,9	-0,08
Papaya	0,2	37,2	0,08	Combustibles para vehículos	1,1	-8,2	-0,07
Servicios domésticos y para el hogar	2,2	3,2	0,07	Azúcar	0,4	-16,8	-0,07
Limón	0,2	29,8	0,06	Transporte terrestre nacional	0,3	-23,7	-0,06
Otras frutas frescas	0,6	7,1	0,05	Mandarina	0,3	-14,9	-0,05
Zanahoria	0,1	38,6	0,05	Gas doméstico	0,8	-6,3	-0,05
Total			1,67	Total			-0,96

Alimentos

El rubro “comida fuera del hogar” aumentó 2,5 por ciento, tasa mayor al índice general de precios (1,3 por ciento) en el periodo enero-noviembre. Con este resultado, el rubro alcanzó una variación en los últimos 12 meses de 2,7 por ciento,

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

mayor a la variación de los alimentos dentro del hogar (1,2 por ciento). Ello reflejó la mayor demanda por este servicio y el aumento de los costos, principalmente de la mano de obra (alza de la remuneración mínima vital a partir de enero 2025).

El precio del pescado fresco marítimo subió 61,7 por ciento, registrándose la mayor alza en el precio del bonito (88,2 por ciento). El clima frío y los oleajes anómalos dificultaron las labores de la pesca artesanal en gran parte del período enero-noviembre. Adicionalmente, en noviembre los precios del jurel y el bonito se incrementaron 58,1 y 20,5 por ciento, respectivamente. En lo que se refiere al bonito, el aumento del precio reflejó principalmente una reducción de la oferta tras el inicio de la veda reproductiva en el litoral peruano para el mes de noviembre (R.M. 331-2025-PRODUCE). En el caso del jurel, influyó el incremento del precio del bonito y un abastecimiento aún bajo por la disminución de la temperatura del mar que tiende a dispersar la especie y dificultar su captura.

El precio de la papaya subió 37,2 por ciento, registrándose las mayores alzas en enero, febrero y julio. El precio se incrementó a inicios del año ante la mayor demanda estacional y el menor abastecimiento procedente de San Martín y Madre de Dios, regiones en donde se registraron fuertes lluvias. Posteriormente, el abastecimiento disminuyó en julio, tras la ocurrencia de friaje y neblinas en las regiones de San Martín y Ucayali.

El precio del limón aumentó 29,8 por ciento, con sus mayores incrementos concentrados en agosto y setiembre. Este encarecimiento respondió principalmente a una reducción estacional de la oferta, agravada por la caída en la producción debido al estrés hídrico que afectó a la costa norte durante el primer trimestre del 2025. Más adelante, en noviembre, el precio retrocedió 19,0 por ciento respecto a octubre. Esta disminución se explicó por el incremento estacional de los envíos provenientes de la costa norte y por el desplazamiento de parte de la cosecha hacia noviembre, como consecuencia de las temperaturas menos cálidas registradas en octubre.

El rubro “otras frutas frescas” subió 7,1 por ciento, registrándose las mayores alzas de los meses de enero, febrero y junio; ello por la mayor demanda de mango en verano y por las lluvias que afectaron las cosechas de granadilla en la selva central. En junio destacó la menor producción estacional de mango en Piura y Tumbes, así como la pérdida de hectáreas de granadilla en Oxapampa, principalmente por las granizadas en mayo. Posteriormente, se registraron variaciones negativas de este rubro en agosto (-6,5 por ciento), setiembre (5,9 por ciento) y octubre (7,0 por ciento) ante los menores precios de la fresa y del arándano, por una mayor oferta procedente de los valles de la región Lima, así como por un incremento estacional de los envíos de mango desde la costa norte.

La carne de pollo fue el producto que contribuyó con la mayor variación negativa del precio (-8,6 por ciento). La mayor rebaja se registró en enero ante la menor demanda luego de las celebraciones de fin de año. También destacó la disminución de los precios de mayo a julio. La disminución de la temperatura ambiental a partir de mayo contribuyó a la mayor ingesta de alimentos de las aves, y a su menor mortandad, dando lugar a una mayor oferta.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Servicios

El rubro de educación aumentó 4,0 por ciento, principalmente por el alza de las matrículas y pensiones de enseñanza de los colegios y universidades privadas al inicio del año lectivo. Las pensiones de los colegios particulares registraron un incremento promedio de 5,2 por ciento en marzo, y los gastos en proceso de matrícula subieron 1,6 por ciento. Los pagos por otros conceptos en los colegios estatales aumentaron 1,1 por ciento, mientras que las pensiones en las universidades privadas subieron 3,9 por ciento.

El rubro de servicios de telefonía fija y móvil presentó una disminución de 2,1 por ciento. Este resultado reflejó las disminuciones en octubre y noviembre en la división de consumo telefónico móvil tras la revisión de ciertos planes tarifarios de control.

Las tarifas de transporte terrestre nacional presentaron disminuciones de 23,7 por ciento. Esto sucedió en un contexto de reversión estacional de las alzas que se registran usualmente durante las fiestas de fin de año, Semana Santa y fiestas patrias.

Energía

La tarifa eléctrica registró una variación negativa en el período enero-agosto (-8,1 por ciento), destacando la variación negativa de agosto de 3,5 por ciento. En agosto, fue determinante el ajuste de los mecanismos de compensación, el menor tipo de cambio, y la disminución de los costos fijos de la transmisión principal. A ello se sumó el menor índice de precios al por mayor y el menor cargo FOSE⁴⁰. Adicionalmente, en noviembre, se registró una disminución de 1,2 por ciento, debido al menor tipo de cambio y a la reducción del factor de economías de escala. Estos factores fueron parcialmente compensados por el aumento de los costos fijos de la transmisión principal (debido al incremento de la Prima por Recursos Energéticos Renovables – RER, a causa de la caída del precio spot del mercado mayorista de electricidad).

Proyección de inflación

102. El BCRP diseña e implementa sus acciones de política monetaria en respuesta a la proyección de la inflación y de sus determinantes. Estas proyecciones se elaboran para un horizonte entre 18 y 24 meses, tomando en cuenta toda la información macroeconómica y financiera disponible. Los principales elementos que influyen sobre la inflación, que pueden ser de carácter doméstico o externo, son: las expectativas de inflación, la inflación importada (que trae consigo el efecto del tipo de cambio), la inflación sin alimentos y energía, y las presiones inflacionarias asociadas tanto a factores de demanda como de oferta.

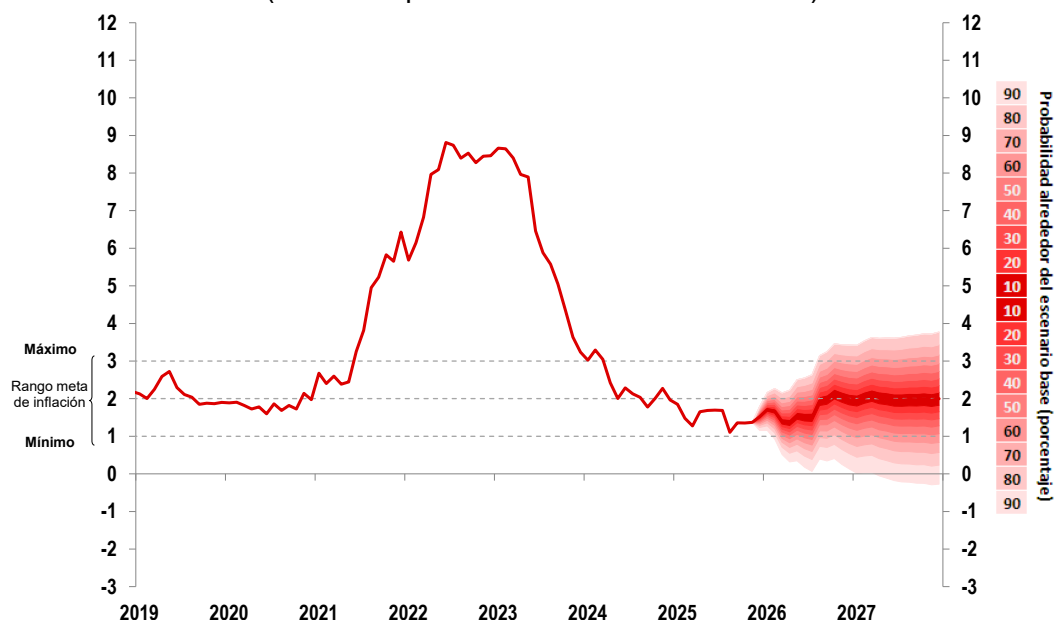
Asimismo, parte del proceso de elaboración de proyecciones de inflación contempla la cuantificación de la incertidumbre a través de distintas herramientas estadísticas y de modelos macroeconómicos dinámicos estimados y, posteriormente, la especificación de escenarios de riesgo junto con sus probabilidades de ocurrencia. A continuación, se presenta el escenario base de proyección de la inflación de este

⁴⁰ FOSE: Fondo de Compensación Social Eléctrica. Es un subsidio cruzado pagado por usuarios residenciales de alto consumo a beneficio de usuarios residenciales de bajo consumo.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Reporte, y el balance de riesgos que podrían ocasionar un eventual desvío de la trayectoria de la inflación respecto a dicho escenario, teniendo en cuenta tanto la magnitud del desvío como la probabilidad de ocurrencia.

Gráfico 91
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2025-2027
(Variación porcentual últimos doce meses)



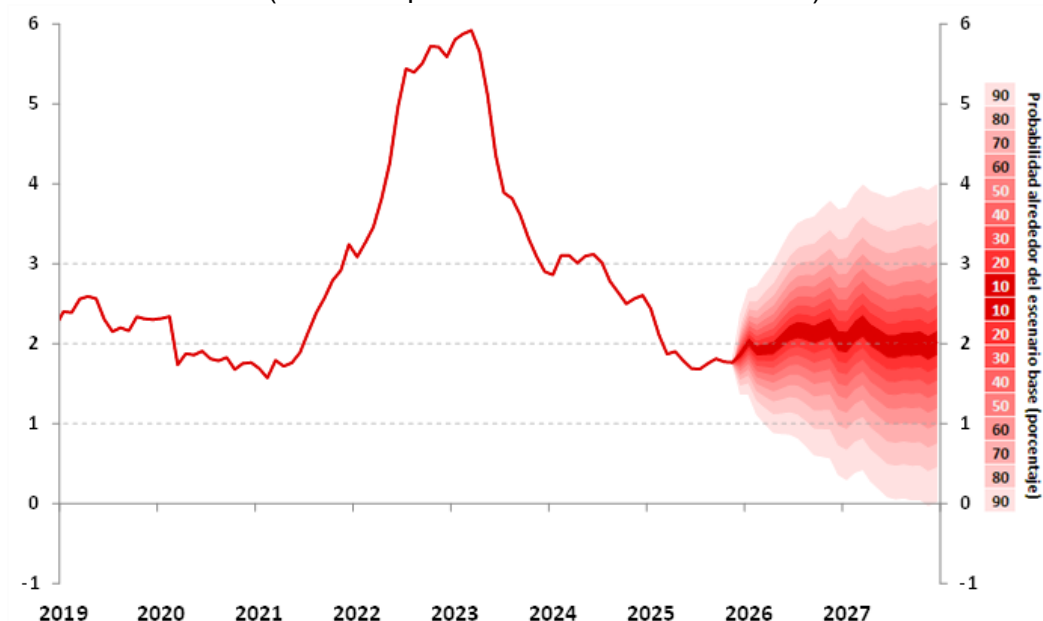
Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la inflación a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución de la inflación en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza.

Fuente: BCRP.

Se proyecta que la inflación interanual se mantenga en los próximos meses en el tramo inferior del rango meta para luego ubicarse en el centro de dicho rango. Para 2025 se estima una inflación de 1,5 por ciento y de 2,0 por ciento en 2026 y 2027.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 92
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA (SAE): 2025-2027
(Variación porcentual últimos doce meses)



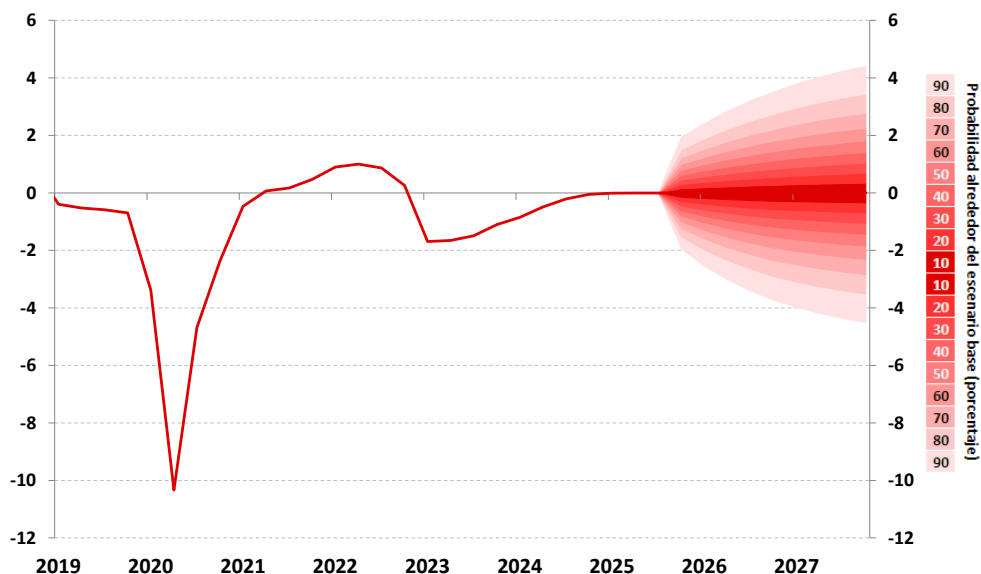
Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la inflación sin alimentos y energía (SAE) a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución de la inflación SAE en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza. Fuente: BCRP.

Además de la reversión de los efectos de los choques de oferta, esta proyección asume una actividad económica alrededor de su nivel potencial, y expectativas de inflación con una tendencia decreciente hacia el valor medio del rango meta.

103. La confianza empresarial, que experimentó un proceso de recuperación en 2024 tras tres años en terreno negativo, continuaría recuperándose a lo largo del horizonte de proyección. Por otro lado, se espera que los términos de intercambio se mantengan en niveles altamente favorables. Con ello la brecha del producto se mantendría cerca de su valor neutral durante el horizonte de proyección.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

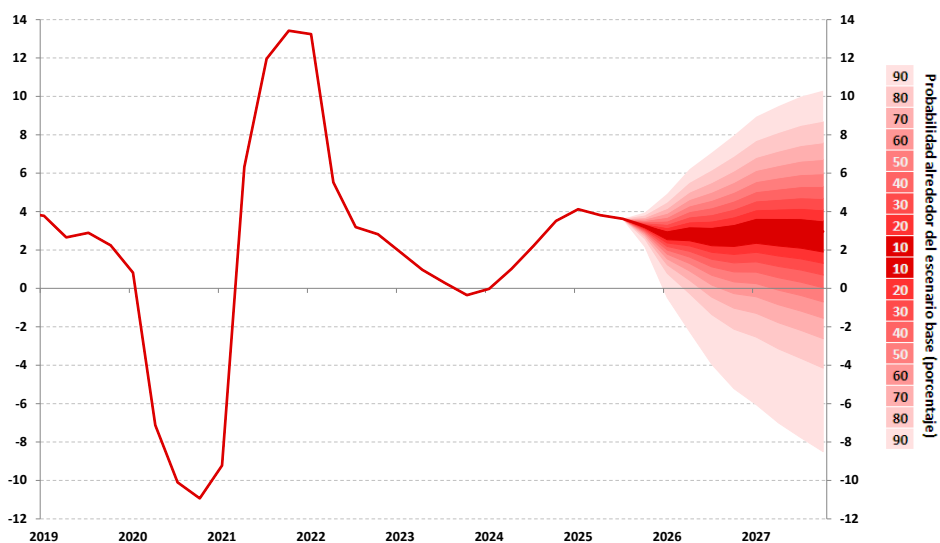
Gráfico 93
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO: 2025-2027
(Porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)



Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la brecha del producto a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central, es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución de la brecha del producto en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza. Fuente: BCRP.

104. En línea con la evolución de la brecha del producto y el estimado de PBI potencial se prevé un crecimiento de la actividad económica del orden del 3 por ciento en promedio en el periodo 2025-2027.

Gráfico 94
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PBI: 2025-2027
(Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)

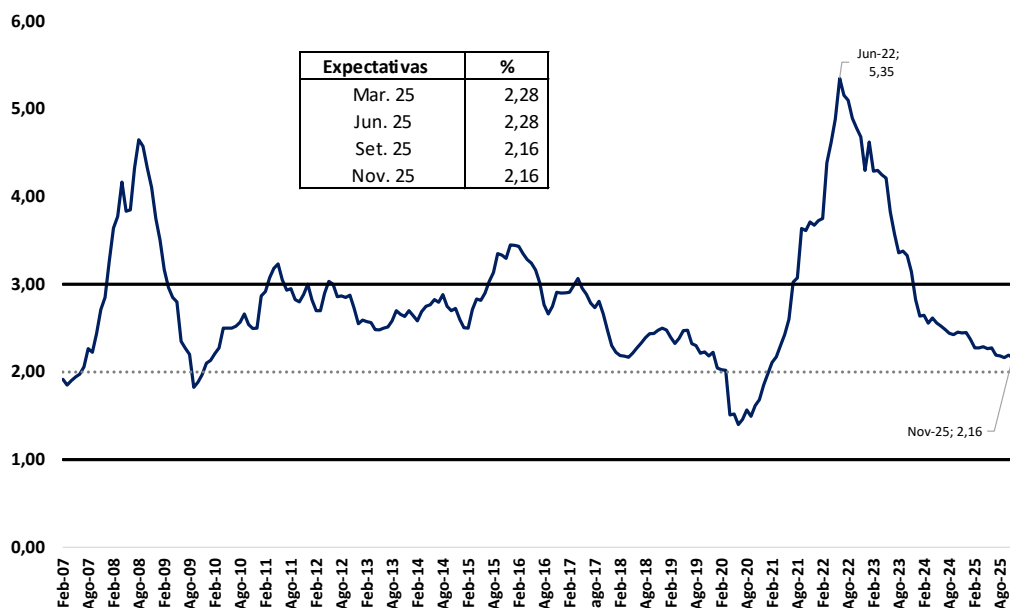


Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección del crecimiento del PBI a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10% de probabilidad e indica los posibles valores para la evolución del crecimiento del producto en el horizonte de proyección asociados a este nivel de confianza. Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

105. Las expectativas de inflación, calculadas sobre la base de encuestas a empresas financieras y no financieras, y también a analistas económicos, revelan un rango para la tasa de inflación esperada entre 1,65 y 2,0 por ciento para 2025. (valores inferiores al Reporte de Inflación de setiembre). Para 2026 y 2027 se espera un rango entre 2,15 y 2,3 por ciento. Asimismo, las expectativas de inflación a 12 meses se ubicaron en 2,16 por ciento en noviembre de 2025, menor a lo reportado en el Reporte de inflación previo y cerca del centro del rango meta de inflación.

Gráfico 95
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DOCE MESES
(Puntos porcentuales)



Fuente: BCRP.

Cuadro 42
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
(En porcentaje)

	RI Jun. 25	RI Set. 25	RI Dic. 25
Sistema Financiero			
2025	2,15	2,10	1,85
2026	2,15	2,20	2,20
2027			2,15
Analistas Económicos			
2025	2,30	2,00	1,65
2026	2,50	2,30	2,20
2027			2,20
Empresas No Financieras			
2025	2,30	2,10	2,00
2026	2,50	2,50	2,25
2027			2,30

*Encuesta realizada al 28 de noviembre.

Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

106. Asimismo, un determinante adicional de la inflación es el componente importado, el cual combina el efecto de los precios internacionales de los productos que importa nuestro país (como el petróleo, el trigo, la soya y el maíz) con el efecto de la variación del tipo de cambio (sol respecto al dólar de Estados Unidos).

Así, se proyecta que los precios promedio de las importaciones disminuyan 2,4 por ciento en 2025 y 0,1 por ciento en 2026, principalmente por los menores precios de algunas materias primas como el petróleo, el trigo y la soya; mientras que para 2027 se espera una recuperación de 2,3 por ciento. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de noviembre muestran niveles entre S/ 3,40 y S/ 3,45 por dólar para 2025; entre S/ 3,50 y S/ 3,55 por dólar para 2026, y entre S/ 3,55 y 3,60 por dólar para 2027.

Cuadro 43
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
(En soles por dólar)

	RI Jun. 25	RI Set. 25	RI Dic. 25
Sistema Financiero			
2025	3,75	3,65	3,40
2026	3,77	3,70	3,50
2027			3,55
Analistas Económicos			
2025	3,73	3,60	3,40
2026	3,75	3,68	3,50
2027			3,55
Empresas No Financieras			
2025	3,73	3,65	3,45
2026	3,75	3,70	3,55
2027			3,60

*Encuesta realizada al 28 de noviembre.

Fuente: BCRP.

Se prevé que los efectos mencionados líneas arriba (brecha del producto nula, expectativas inflacionarias que se van aproximando gradualmente a 2 por ciento y condiciones climáticas neutras) contribuyan a que la inflación continúe alrededor del centro del rango meta (2,0 por ciento) en el horizonte de proyección.

Balance de riesgos de la proyección de inflación

Respecto al último Reporte de Inflación de setiembre se mantiene el sesgo neutral y la dispersión entre los diferentes escenarios contingentes del balance de riesgos. El impacto esperado de los factores de riesgos que llevarían a una menor inflación se compensaría con el de los factores que implicarían una mayor inflación.

- **Choques financieros**

Bajo un escenario contingente de incertidumbre política asociada a las próximas elecciones generales, es probable un incremento del riesgo país. Por su parte, en el ámbito externo, un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales podría desencadenar episodios de salida de capitales en

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

economías emergentes. Esto se debe a que los inversionistas buscarían reconfigurar sus portafolios de inversión hacia activos percibidos como más seguros, en respuesta a sus nuevas evaluaciones de rentabilidad y riesgo. Estos factores podrían generar presiones al alza en el tipo de cambio, contribuyendo así a una mayor inflación. El impacto esperado de este riesgo se mantiene respecto al reportado en setiembre.

- **Choques de demanda interna**

Un escenario de incertidumbre política podría deteriorar el crecimiento del consumo y de la inversión privada. El menor gasto de inversión privada conduciría a una menor acumulación de capital y, por tanto, a un menor crecimiento potencial de la actividad económica. Esta posible contracción del gasto privado podría compensarse en parte por un mayor gasto público durante el horizonte de proyección. El impacto esperado de este riesgo se mantiene respecto al Reporte de Inflación previo.

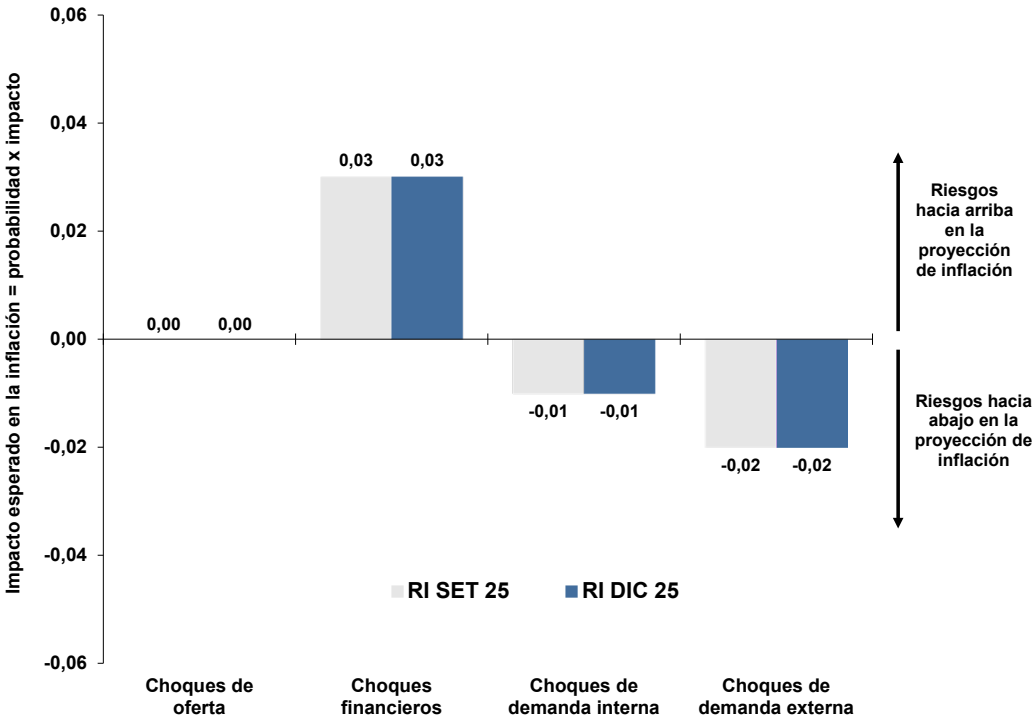
- **Choques de demanda externa**

Permanece la preocupación sobre una desaceleración del crecimiento global, que implicaría una menor demanda por nuestros principales productos de exportación (demanda externa). Este escenario contingente se sustentaría, por un lado, por el riesgo de efectos adversos de las actuales negociaciones comerciales, los cambios en las interrelaciones y patrones en el comercio mundial, y por el riesgo del agravamiento de las tensiones geopolíticas; ambos generarían nuevas disrupciones en las cadenas globales de suministros, mayores costos logísticos asociados al comercio internacional y mayores tasas de inflación con efectos negativos sobre el consumo.

Por otro lado, resurge los riesgos de un mayor costo de financiamiento en los mercados internacionales debido al alto nivel de endeudamiento y perspectivas de mayores déficits fiscales en varias economías avanzadas, así como la mayor percepción de riesgos por parte de las entidades prestamistas. Estos factores, unidos al riesgo de un menor crecimiento de China y de desaceleración en los sectores de innovación tecnológica, presagiarían una mayor desaceleración del crecimiento mundial y probablemente menores términos de intercambio, principalmente asociados a los precios de las materias primas que exportamos. El impacto de este riesgo se mantiene en relación con lo presentado en el Reporte de Inflación anterior.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Gráfico 96
BALANCE DE RIESGOS DE INFLACIÓN



Fuente: BCRP.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Recuadro 10 Asimetrías y no linealidades en el traspaso del tipo de cambio a precios⁴¹

El efecto traspaso del tipo de cambio a precios (TTCP) ha desempeñado un papel relevante en el análisis de la dinámica de la inflación. En este recuadro se actualiza el impacto estimado de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios, medidos a través del cambio en el índice de precios al consumidor (inflación). Se hace un énfasis en las no-linealidades del proceso, como las diferencias entre depreciaciones o apreciaciones, así como las diferencias asociadas a la magnitud de los choques⁴². Diversos estimados muestran que el efecto traspaso del aumento del tipo de cambio hacia la inflación se encuentra entre 10 y 20%. Asimismo, hay evidencia de asimetrías, donde el traspaso es mayor ante depreciaciones y crece con el tamaño de la depreciación.

Estudios previos del traspaso de Tipo de Cambio a Precios en el Perú

	Condicionado a	Traspaso a inflación al consumidor a 1 año
Maertens, Castillo y Rodríguez (2012)	Pre-Metas de Inflación	30%
	Post-Metas de Inflación	0%
Winkelried (2014)	Muestra 1992-1999	50%
	Muestra 2000-2011	10%
Perez y Vega (2015)	Depreciación promedio	20%
	Apreciación promedio	10%
Cornejo, Florián y Ledesma (2022)	Muestra 2001-2021	29%
Rodríguez et al. (2024)	Entre 1996 y 2022	10-40%

El efecto traspaso (TTCP) no permanece constante a lo largo del tiempo, lo que hace necesario identificar la fuente de su variación temporal. Esto implica considerar modelos no-lineales que permitan capturar dichos mecanismos. En este análisis se emplean cuatro especificaciones:

- i) Modelo 1: Vectores Autorregresivos (VAR) lineal,
- ii) Modelo 2: VAR asimétrico censurado (Pérez y Vega, 2015),
- iii) Modelo 3: VAR con Parámetros Cambiantes en el tiempo y Volatilidad Estocástica⁴³,
- iv) Modelo 4: VAR con umbrales y Volatilidad Estocástica en media⁴⁴.

Todos los modelos utilizan el mismo conjunto de variables: Tipo de Cambio Real Bilateral, Producto Bruto Interno (PBI), Tipo de Cambio Nominal, Índice de Precios de Importación, Índice de Precios de Productor (al Por Mayor) e Índice de Precios al Consumidor⁴⁵. En cada caso se identifica un choque en el tipo de cambio⁴⁶, y se analiza su efecto dinámico sobre la inflación total y al productor, particularmente a los de 3, 6, 12 y 24 meses posteriores al choque.

⁴² La evidencia previa para Perú se puede encontrar en Winkelried (2003), Miller (2003), Maertens Odría y otros (2012), Winkelried (2013), Pérez y Vega (2015) y Rodríguez y otros (2024).

⁴³ Las primeras aplicaciones de este modelo corresponden a Cogley y Sargent (2005) y a Primiceri (2005). En esta oportunidad se utiliza la extensión de Canova y Pérez-Forero (2015)

⁴⁴ Desde Alessandri y Mumtaz (2019), existen diversas aplicaciones y extensiones.

⁴⁵ Conjunto de variables similar a Winkelried (2013) y Pérez y Vega (2015). Todas las variables anteriores son transformadas a tasas de variación interanual, y se considera la muestra que comprende el periodo entre enero de 1993 y setiembre 2025.

⁴⁶ La identificación del choque cambiario ortogonal es la misma que las referencias anteriores (triangular).

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

En primer lugar, el modelo lineal estima que el efecto traspaso del tipo de cambio a precios, calculado como el ratio entre las funciones de impulso respuesta acumuladas de la inflación total y del tipo de cambio tras un choque, es de 0,12, 0,16, 0,22 y 0,29 para los horizontes de 3, 6, 12 y 24 meses, respectivamente. Estos resultados reflejan el efecto promedio observado durante el periodo 1993- 2025 y son estadísticamente relevantes para la mayor parte de la muestra analizada. Sin embargo, al introducir diferentes tipos de no linealidad, dichos valores pueden variar en función de la variable de estado que condicione la dinámica del efecto.

Valor Mediano del Efecto Traspaso del Tipo de Cambio a Precios – Modelo 1 (en %)

Inflación Total	
3 meses	0,12*
6 meses	0,16*
12 meses	0,22*
24 meses	0,29*

En negrita y con * los valores estadísticamente relevantes.

Los resultados del modelo 2, que distingue entre choques positivos (depreciación) y negativos (apreciación), indican que el efecto sobre la inflación total es relevante en el caso de una depreciación, con un valor aproximado de 0,25 en el horizonte de un año. En cambio, para una apreciación el efecto del tipo de cambio sobre la inflación es más gradual y de menor magnitud para todos los horizontes temporales, siendo relevante para el caso de 3 meses. Esto constituye una primera evidencia de la presencia de efectos asimétricos y no-lineales. Tal como lo señalan Pérez y Vega (2015), esta asimetría podría estar asociada al poder de mercado de las firmas fijadoras de precios y rigideces a la baja, que tienden a ajustar los precios al alza cuando aumentan sus costos, pero no realizan ajustes equivalentes cuando dichos costos disminuyen.

Valor Mediano del Efecto Traspaso del Tipo de Cambio a Precios – Modelo 2 (en %)

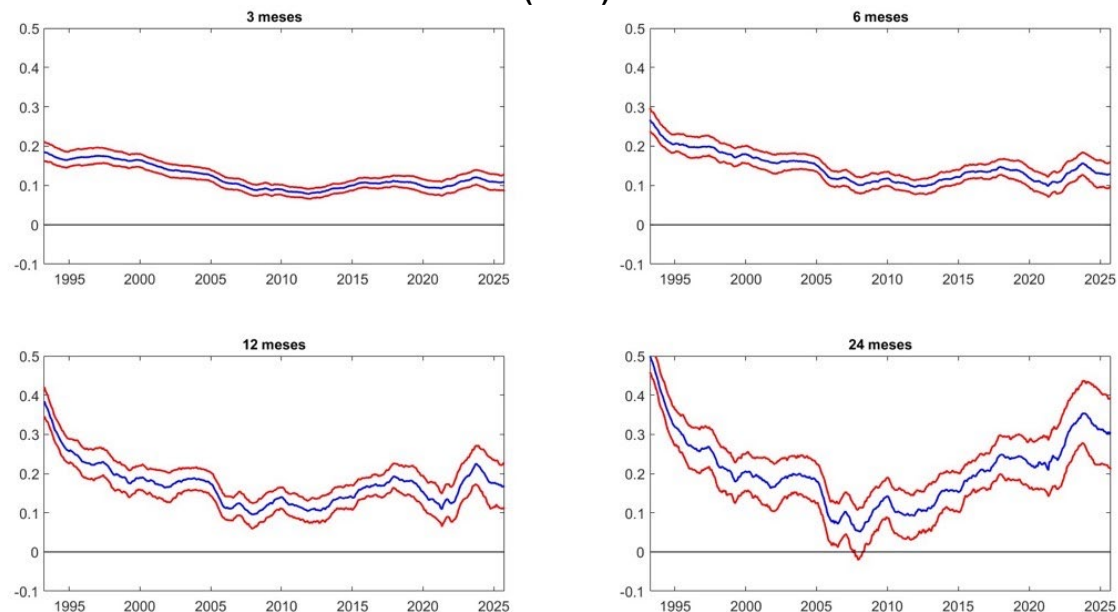
	Inflación Total	
	Depreciación	Apreciación
3 meses	0,13*	0,03*
6 meses	0,18*	0,02
12 meses	0,25*	-0,09
24 meses	0,33*	-0,34

En negrita y con * los valores estadísticamente relevantes.

En el caso del modelo 3, que permite observar la evolución continua del efecto a lo largo del tiempo, se aprecia que para la inflación total este efecto fue mucho mayor en la década de 1990 (superando incluso el nivel de 0,3 a un año), cuando la economía contaba con un alto grado de dolarización. Posteriormente, el efecto se redujo de manera pronunciada en las dos décadas siguientes — periodo caracterizado por una apreciación sostenida, especialmente durante el *boom* de *commodities* —, hasta alcanzar niveles cercanos a 0,1. Sin embargo, tras el episodio de inflación global entre 2021 y 2023, junto con la mayor incertidumbre política desde 2021 y el consecuente aumento del tipo de cambio (depreciación), el efecto mostró un incremento, ubicándose nuevamente alrededor de 0,2 hacia el final de la muestra, aunque con una tendencia decreciente.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Efecto Traspaso del Tipo de Cambio a Precios – Modelo 3 (en %)



Valor mediano e intervalo de confianza del 68 por ciento más probable.

Finalmente, el modelo 4 permite explorar diferentes tipos de asimetrías en los efectos estimados. Se identifica un umbral de depreciación cercano al 5,7 por ciento interanual, que sirve para diferenciar los regímenes de la economía. De esta manera, es posible distinguir si el choque ocurrió en un episodio de baja depreciación o incluso apreciación (por debajo del umbral), o en uno de alta depreciación (por encima del umbral). Asimismo, se pueden diferenciar entre choques pequeños frente a grandes, y positivos frente a negativos.

En particular, las mayores diferencias se observan con los choques grandes y positivos que superan el umbral estimado, con efecto traspaso que superaría el 0,3. No obstante, incluso para choques pequeños se aprecia una clara asimetría: el efecto es más fuerte en el caso de choques positivos (depreciación) que en el de choques negativos (apreciación). En particular, en este modelo se observa también que los choques negativos (o de apreciación) son de menor magnitud.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Efecto Traspaso del Tipo de Cambio a Precios – Modelo 4 (en %)

Inflación Total		
	Choques pequeños	Choques Grandes
	Debajo del umbral	Encima del umbral
3 meses	0,18*	0,19*
6 meses	0,24*	0,26*
12 meses	0,27*	0,31*
24 meses	0,25*	0,35*

	Encima del umbral	Debajo del umbral
	Depreciación	Apreciación
3 meses	0,19*	0,1*
6 meses	0,26*	0,14
12 meses	0,31*	0,17
24 meses	0,35*	0,23

En negrita y con * los valores estimados estadísticamente relevantes.

A manera de conclusión, se ha documentado un efecto traspaso del tipo de cambio a la inflación, el cual presenta diversas asimetrías y no-linealidades, y que sigue siendo relevante en la actualidad, en línea con el nivel de traspaso registrado por otros países que cuentan con un esquema de metas de Inflación y que cuentan con una inflación baja y estable. Asimismo, se encuentra que en el último episodio (2021-2024) habría aumentado respecto a niveles previos, como resultado de la depreciación sol frente al dólar en dichos años. No obstante, se encuentra que el efecto del tipo de cambio en la inflación es más pequeño y se transmite de forma más gradual en periodos de apreciación.

Referencias

- Alessandri y Mumtaz (2019): “Financial regimes and uncertainty shocks”. Journal of Monetary Economics, 101, 31-46.
- Canova, F. y Pérez Forero, F. J. (2015): “Estimating overidentified, nonrecursive, time-varying coefficients structural vector autoregressions”. Quantitative Economics, 6, 359-384.
- Carriere-Swallow, Y.; Firat, M., Furceri, D. y Jimenez, D. (2023): “State-Dependent Exchange Rate Pass-Through” IMF WP/23/86.
- Cogley, T. y Sargent, T. (2005): “Drifts and volatilities: monetary policies and outcomes in the post WWII US”, Review of Economic Dynamics, Volume 8, Issue 2, April 2005, Pages 262-302.
- Maertens Odría, L., Castillo, P. y Rodríguez, G. (2012). “Does the exchange rate pass-through into prices change when inflation targeting is adopted? the peruvian case study between 1994 and 2007”. Journal of Macroeconomics, 34, 1154-1166.
- Miller, S. (2003). Estimación del pass-through del tipo de cambio a precios: 1995-2002. Revista de Estudios Económicos, 10.
- Primiceri, G. (2005): “Time Varying Structural Vector Autoregressions and Monetary Policy”, The Review of Economic Studies, Volume 72, Issue 3, July 2005, Pages 821–852.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

- Pérez Forero, F. y Vega, M. (2015). "Asymmetric exchange rate pass-through: Evidence from Peru," Working Papers 2015-011, Banco Central de Reserva del Perú.
 - Rodríguez, G., Castillo P., Calero, R., Salcedo, R. y Ataurima, M. (2024): "Evolution of the exchange rate pass-through into prices in Peru: An empirical application using TVP-VAR-SV models", Journal of International Money and Finance Volume 142, April 2024, 103023.
 - Winkelried, D. (2003). "¿Es asimétrico el pass - through en el Perú?: Un análisis agregado". Revista de Estudios Económicos, 10.
 - Winkelried, D. (2013). "Exchange rate pass-through and inflation targeting in Peru", Empirical Economics, Volume 46, pages 1181–1196.
-