



REPORTE DE INFLACIÓN

Marzo 2025

**Panorama actual
y proyecciones
macroeconómicas
2025-2026**

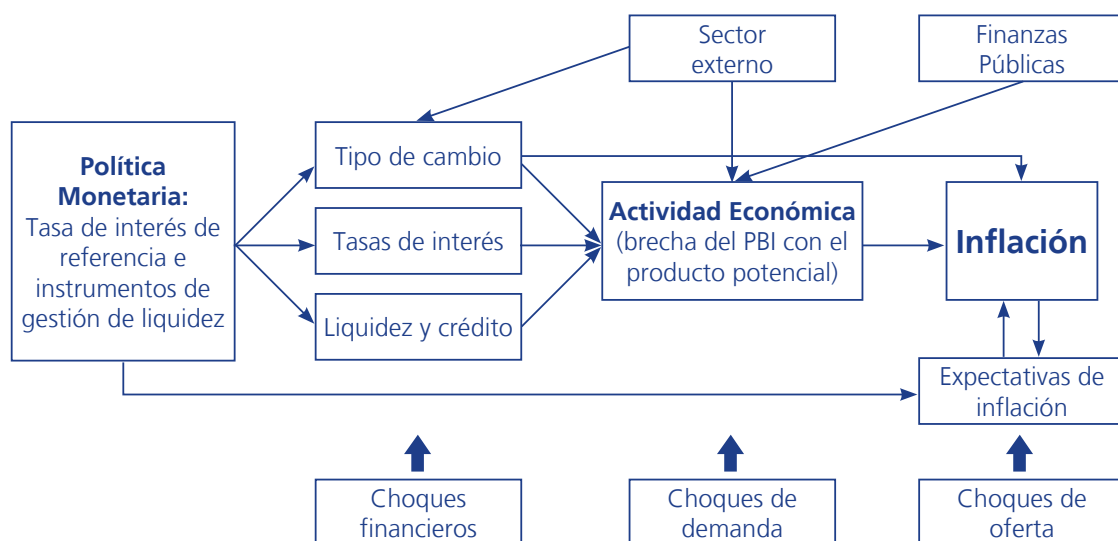


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2025-2026

Marzo 2025



Banco Central de Reserva del Perú
Jirón Santa Rosa 441, Lima 1
Teléfono: 613-2000 - Fax: 613-2525
Correo electrónico: webmaster@bcrp.gob.pe

REPORTE DE INFLACIÓN

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas

ISSN 1728-5739

Hecho el Depósito Legal en la
Biblioteca Nacional del Perú No. 2005-6985

Área de Edición e Imprenta

Diseño e Impresión

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

REPORTE DE INFLACIÓN:

Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2025-2026

Marzo 2025

CONTENIDO

	Pág.
Prólogo	5
Resumen	7
I. Sector externo	11
- Evolución reciente de la actividad económica global.....	12
- Evolución reciente de la inflación	16
- Respuestas de política monetaria y fiscal	21
- Perspectivas de la economía global	25
- Mercados financieros internacionales.....	27
- Precios de los <i>commodities</i>	34
II. Balanza de pagos	44
- Términos de intercambio y balanza comercial de bienes	44
- Resultados de las cuentas externas.....	46
- Reservas Internacionales Netas	52
III. Actividad económica	53
- PBI sectorial	53
- PBI gasto.....	59
IV. Finanzas públicas.....	80
- Ingresos corrientes	83
- Gastos no financieros.....	84
- Postura fiscal.....	85
- Financiamiento y deuda	86
V. Política monetaria y condiciones financieras	96
- Acciones de política monetaria.....	96
- Mercado cambiario	109
- Liquidez.....	114
- Crédito al sector privado.....	117
VI. Inflación y balance de riesgos de la inflación	132
- Evolución reciente.....	132
- Proyecciones.....	137
- Balance de riesgos de la proyección de la inflación	141

Recuadros

1. Relación entre las distintas medidas de empleo y la actividad económica	70
2. La calidad de la regulación y la competitividad de la economía	76
3. Evolución de las Tasas de Rendimiento de Bonos Gubernamentales en Perú y América Latina (2019-2025)	89
4. Evolución del crédito por factores estructurales	121
5. Liquidez y tasas de interés: explorando la relación	124
6. Evolución del circulante en Perú: una comparación a nivel de América Latina	129
7. Proceso de convergencia de la inflación a la meta.....	143
8. Distribución de los precios relativos y dinámica de la inflación.....	147

El presente **Reporte de Inflación** se ha elaborado con información al cuarto trimestre de 2024 de la Balanza de Pagos y del Producto Bruto Interno; a enero de 2025 del PBI mensual; y a febrero de 2025 de las operaciones del Sector Público No Financiero, cuentas monetarias, inflación, mercados financieros y tipo de cambio.

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 13 de marzo de 2025 e incluye las proyecciones macroeconómicas para el periodo 2025-2026, 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 junio de 2025.



Resumen

- i. Desde el último Reporte, existe un mayor nivel de incertidumbre en el **crecimiento mundial** debido a las tensiones comerciales entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales y la persistencia de las tensiones geopolíticas a nivel global. El desempeño del crecimiento durante el cuarto trimestre de 2024 fue desigual a nivel de países: las economías emergentes como China y Brasil aceleraron su crecimiento por encima de lo previsto; mientras que, las desarrolladas —fundamentalmente Estados Unidos y la eurozona— registraron menor dinamismo.

Acorde con estos desarrollos, se mantiene la proyección de crecimiento mundial en 3,0 por ciento para 2025. Esta proyección considera revisiones a la baja para Estados Unidos, Canadá y la eurozona, por el impacto de las medidas comerciales sobre el sector manufacturero. Para 2026 se asume una expansión de igual magnitud (3,0 por ciento), cifra que representa una revisión a la baja respecto al Reporte de diciembre y, además, es inferior al crecimiento promedio de las dos décadas previas a la pandemia.

Luego de la reducción registrada en 2023, la **inflación global** ha permanecido sin cambios significativos en los últimos meses y se mantiene por encima del rango meta en las principales economías desarrolladas. Particularmente, en Estados Unidos se observó una convergencia más lenta de la inflación hacia la meta. Las presiones al alza sobre la inflación provienen principalmente de los precios de la energía y, en menor medida, de las cotizaciones de los alimentos.

- ii. Los **términos de intercambio** subieron un 10,4 por ciento en 2024, posicionándose en el nivel más alto desde 1975. El aumento se debió, en mayor magnitud, a la evolución de los precios de los metales exportados (oro y cobre) y de los productos no tradicionales agropecuarios y pesqueros. Los primeros subieron por la mayor demanda de minerales para la transición energética y escasez de concentrados; en tanto, el segundo grupo se benefició de condiciones climáticas adversas en 2023 que redujeron la oferta de estos en el mercado mundial.

Los términos de intercambio se revisan al alza, de un nivel estable a un crecimiento proyectado de 4,4 por ciento en 2025, debido a la previsión de precios más altos de los principales metales exportados y de productos no tradicionales.

- iii. Por lo anterior, la balanza de pagos reforzó su sólida posición. El superávit en **cuenta corriente** aumentó de 0,7 por ciento del PBI en 2023 a 2,2 por ciento del producto en 2024. Esta evolución reflejó: (i) mayores términos de intercambio y volúmenes exportados, que incrementaron el superávit comercial de bienes; (ii) expansión del flujo de remesas, por la evolución favorable del empleo en el exterior; y (iii) la recuperación en la entrada de turistas extranjeros al país, factor que disminuyó el déficit de servicios.

Se proyecta una leve disminución del superávit en cuenta corriente para 2025 a 1,9 por ciento del PBI y un incremento a 2,2 por ciento en 2026. Este escenario considera: (i) superávits comerciales crecientes, consistentes con la evolución prevista de los términos de intercambio; (ii) reducción del déficit por servicios, acorde con la normalización del costo





de los fletes; y (iii) una recuperación de las utilidades de las empresas con participación extranjera en 2025 y una estabilización de las mismas en 2026.

- iv. La **actividad económica nacional** mostró una recuperación en 2024, con un crecimiento de 3,3 por ciento tras la contracción de 0,4 por ciento en 2023. La reversión de los choques adversos que afectaron la economía en 2023 permitió la recuperación de sectores primarios como agropecuario y pesca, así como de actividades no primarias como manufactura, construcción y servicios. El repunte del consumo privado y la inversión, en un contexto de menor inflación y mayor confianza empresarial, impulsó el crecimiento de la demanda interna.

Para 2025, se proyecta que la economía continúe su recuperación y crezca 3,2 por ciento, tasa mayor a la proyectada en el Reporte de diciembre (3,0 por ciento). Por el lado del gasto, este crecimiento será impulsado por la demanda interna, destacando el avance del gasto privado, favorecido por la recuperación del mercado laboral, el incremento del poder adquisitivo de los hogares y la mejora en las expectativas. Así, por el lado sectorial, se espera que el mayor gasto privado dinamice las actividades no primarias. En particular, se espera que la construcción aumente a una mayor tasa debido al avance previsto de la inversión pública, mientras que el sector servicios se beneficiará del mayor consumo privado. Por otro lado, los sectores primarios moderarán su crecimiento de 4,1 a 2,6 por ciento entre 2024 y 2025, tras la normalización de las condiciones productivas.

Para 2026, el crecimiento se moderaría a 2,9 por ciento, con la demanda interna como principal motor y una desaceleración de la inversión pública en línea con los objetivos de consolidación fiscal.

- v. El **déficit fiscal** subió de 2,8 a 3,5 por ciento del PBI entre 2023 y 2024, debido principalmente a la caída de los ingresos corrientes como porcentaje del PBI, afectados por el efecto rezagado de la menor actividad económica y la caída de los precios de exportación en 2023. El déficit anualizado a febrero de 2025 se mantuvo en 3,5 por ciento del PBI, con una ligera recomposición dentro de ingresos y gastos.

Se proyecta que el déficit fiscal se reduzca a 2,2 y 1,8 por ciento del PBI en 2025 y 2026; respectivamente, como resultado de: (i) mayores ingresos fiscales, impulsados por el crecimiento de la actividad económica y precios de minerales más altos (incluyendo el efecto rezagado de ambas variables); (ii) ingresos extraordinarios más elevados, especialmente por impuesto a la renta en 2025, derivados en parte por la venta de empresas del sector eléctrico, junto con la continuidad de las acciones de fiscalización de la Sunat; (iii) un manejo prudente de la política tributaria y de la programación del gasto público; y (iv) una recuperación del flujo de caja de las empresas públicas, en particular de Petroperú. La consolidación fiscal es fundamental para mantener el grado de inversión y con ello el acceso del país a una de las menores tasas de interés de financiamiento externo en la región.

Se prevé que la **deuda neta** de activos financieros del Sector Público No Financiero aumente de 24,1 a 25,6 por ciento del PBI entre 2024 y 2026. En tanto, se proyecta que la **deuda bruta** pase de 32,7 a 33,0 por ciento del PBI durante el mismo periodo. La diferencia entre el aumento de la deuda bruta y neta obedece al supuesto de un menor saldo de activos financieros del sector público como porcentaje del PBI.

- vi. El Directorio del BCRP decidió reducir la **tasa de referencia** en 25 puntos básicos en la reunión del Programa Monetario mensual de enero 2025, y acordó mantenerla inalterada en las reuniones de febrero y marzo. Así, la tasa de interés de referencia se ubica en 4,75 por ciento. En los comunicados de política monetaria del periodo, 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. Asimismo, en los comunicados, el Directorio reafirmó su compromiso de adoptar las acciones necesarias para mantener la inflación en el rango meta.
- 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. La **liquidez total** (circulante más depósitos) siguió mostrando signos importantes de recuperación: su tasa de crecimiento interanual pasó de 3,0 por ciento en 2023 a 11,4 por ciento en enero de 2025. Por su parte, en el mismo periodo, la tasa de expansión del **crédito al sector privado** pasó de 1,3 a 1,2 por ciento, principalmente por una menor demanda y una actitud cautelosa de los intermediarios financieros. Hacia adelante se prevé que el crédito al sector privado crezca a tasas de 5,0 y 4,0 por ciento en 2025 y 2026, respectivamente.
- viii. La **inflación** interanual continuó disminuyendo y se mantuvo dentro del rango meta, pasando de 2,3 por ciento en noviembre de 2024 a 1,5 por ciento en febrero de 2025. Este resultado reflejó la caída en los precios de alimentos como pescado, carne de pollo, huevos y papa. La inflación sin alimentos y energía (SAE) también se redujo, de 2,6 a 2,1 por ciento en el mismo periodo, con una menor alza en rubros como transporte local, suministro de agua y vehículos a motor. La tasa de inflación tanto de los bienes como de los servicios incluidos en la SAE se ubicaron dentro del rango meta.

Se espera que la inflación se ubique cerca al centro del rango meta en el horizonte de proyección, con una tasa de 2,0 por ciento para 2025 y 2026, similar a lo esperado en el Reporte de Inflación previo, tras la reversión de los choques de oferta. Asimismo, 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.

- ix. El **balance de riesgos para la proyección de la inflación** se mantiene neutral. Los riesgos para la proyección incluyen principalmente las siguientes contingencias: (i) el impacto económico contractivo e inflacionario por el escalamiento de medidas comerciales proteccionistas entre las principales economías del mundo; (ii) choques financieros con salida de capitales y presiones al alza sobre el tipo de cambio por incremento en la volatilidad de los mercados financieros por tensiones geopolíticas o situaciones de incertidumbre política en periodo electoral; y (iii) choques de demanda interna por incertidumbre ante un nuevo proceso electoral que podría deteriorar las perspectivas de crecimiento del consumo y de la inversión privada.





RESUMEN DE LAS PROYECCIONES

	2024	2025*		2026*	
		RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
Var. % real					
1. Producto bruto interno	3,3	3,0	3,2	2,9	2,9
2. Demanda interna	3,8	3,2	3,5	3,0	3,0
a. Consumo privado	2,8	2,8	3,1	2,9	2,9
b. Consumo público	2,3	2,2	2,2	2,5	2,5
c. Inversión privada fija	2,6	4,1	4,1	3,5	3,5
d. Inversión pública	14,1	4,5	6,5	1,0	1,0
3. Exportaciones de bienes y servicios	5,1	3,9	3,9	3,3	3,3
4. Importaciones de bienes y servicios	6,9	5,0	5,2	3,8	3,8
5. Crecimiento del PBI Mundial	3,1	3,0	3,0	3,1	3,0
Nota:					
Brecha del producto ^{1/} (%)	-0,4	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5	-0,5 ; 0,5
Var. %					
6. Inflación (fin de periodo)	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
7. Inflación esperada ^{2/}	2,5	2,5	2,3	2,5	2,4
8. Depreciación esperada ^{2/}	0,1	1,3	0,3	0,0	0,9
9. Términos de intercambio	10,4	0,0	4,4	0,0	0,1
a. Precios de exportación	7,8	1,0	4,9	1,8	1,7
b. Precios de importación	-2,3	1,0	0,6	1,8	1,5
Var. % nominal					
10. Circulante	11,5	0,0	4,0	0,0	0,0
11. Crédito al sector privado	0,5	5,0	5,0	4,0	4,0
% PBI					
12. Inversión bruta fija	22,5	23,0	22,6	23,0	22,6
13. Cuenta corriente de la balanza de pagos	2,2	1,2	1,9	1,5	2,2
14. Balanza comercial	8,2	7,9	8,7	7,9	8,7
15. Deuda externa privada de mediano y largo plazo ^{3/}	11,7	12,1	10,6	11,1	9,9
16. Ingresos corrientes del Gobierno General	19,1	20,5	20,4	20,3	20,2
17. Gastos no financieros del Gobierno General	21,2	21,0	20,9	20,4	20,4
18. Resultado económico del Sector Público No Financiero	-3,5	-2,2	-2,2	-1,8	-1,8
19. Saldo de deuda pública total	32,7	33,3	32,6	33,3	33,0
20. Saldo de deuda pública neta	24,1	26,0	24,9	26,8	25,6

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.

I. Sector externo

1. Durante los últimos meses, la economía mundial mantiene las tendencias reseñadas en el Reporte de diciembre: la actividad registra una desaceleración gradual, persisten las presiones inflacionarias y las expectativas respecto a la flexibilización de la política monetaria de la Fed se han reducido. Estos desarrollos se dan en un contexto de creciente incertidumbre por las tensiones comerciales entre Estados Unidos (EUA) y sus principales socios comerciales.
2. A nivel de los países desarrollados, persiste un desempeño desigual en el **crecimiento económico**: a la desaceleración gradual de EUA, se contraponen un estancamiento en varias de las economías de Europa. Por el lado de las economías emergentes, los datos de China mostraron una ligera recuperación en el cuarto trimestre, pero, en términos generales se mantiene las perspectivas de un escenario de menor crecimiento y baja inflación; y aumentan los riesgos asociados a las tensiones comerciales señaladas anteriormente.
3. La **inflación**, luego de la marcada reducción observada durante 2022 y 2023, se mantiene aún por encima del rango meta en las principales economías desarrolladas. La inflación asociada a servicios se mantiene relativamente estable, pero en tasas por encima de las metas de los respectivos bancos centrales. Por su parte, la inflación de bienes, en particular de energía y alimentos, ha mostrado un repunte.
4. En este contexto, se han modificado las expectativas en torno a la **política monetaria de la Fed**. El número de recortes se ha reducido y se prevé, en el horizonte de proyección, una reducción acumulada menor que la contemplada en Reportes anteriores. A ello se suman nuevos factores—aumento de aranceles, la escasez de mano de obra como consecuencia de las medidas adoptadas contra la migración ilegal y el incremento esperado en el déficit fiscal— que han incrementado las expectativas de inflación en EUA.
5. Respecto al Reporte de diciembre, se estima un **crecimiento** similar para 2025 (3,0 por ciento). La proyección recoge una desaceleración en las economías desarrolladas, tanto en EUA como en otras economías desarrolladas. Dentro de las economías emergentes, se mantiene la proyección de un crecimiento menor de China debido a la aplicación de medidas comerciales.

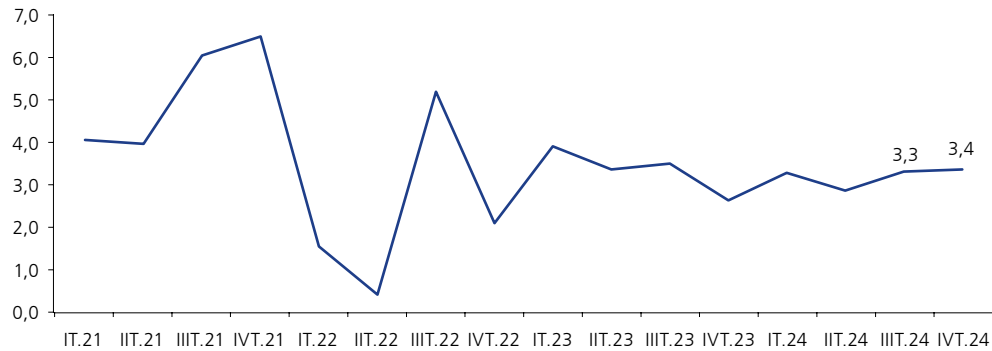
Existen importantes **riesgos que introducen sesgos a la baja en el crecimiento y al alza en la inflación**. En particular, el escalamiento de las tensiones comerciales, que incluya medidas retaliatorias generalizadas, constituye un riesgo central en la actual proyección. Este factor operaría a través de dos canales: (i) por un lado, afectaría el crecimiento global, en particular de China, México y Canadá; y (ii) por otro lado, generaría presiones inflacionarias y aumentaría la aversión al riesgo afectando los mercados financieros y los precios de los *commodities*.



Evolución reciente de la actividad económica global

6. Durante el cuarto **trimestre**, la actividad económica global creció 3,4 por ciento, tasa ligeramente mayor que la del trimestre previo. Esta mejora se explica por el desempeño de las economías emergentes, en contraposición con la desaceleración de las economías desarrolladas, donde incluso algunos países registraron contracción.

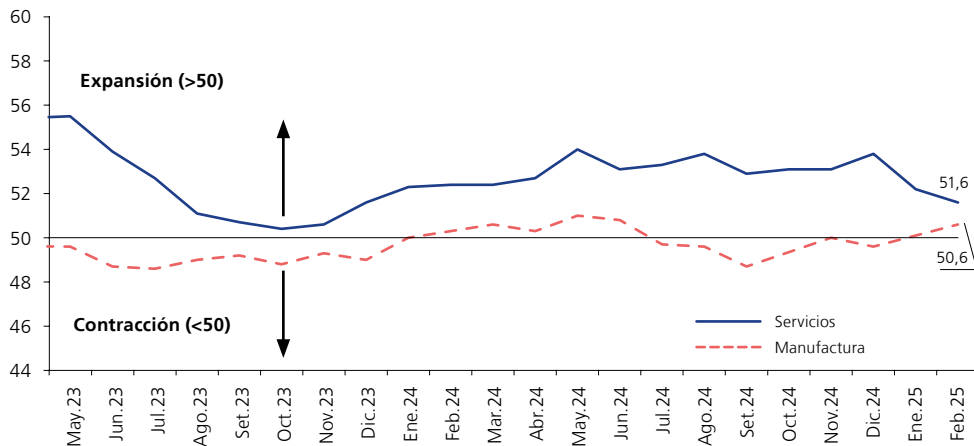
Gráfico 1
PBI MUNDIAL
(Var. % respecto al trimestre previo*)



*Variación respecto al trimestre anterior desestacionalizada anualizada.
Fuente: Bancos centrales e institutos de estadísticas.

7. En los primeros meses de 2025, los **indicadores adelantados** muestran que el crecimiento económico continúa, aunque con señales de cierta moderación. Los indicadores de actividad globales (PMI) se ubicaron ligeramente por encima del umbral que marca la zona de expansión (50); y mostraron, a nivel de sectores un comportamiento más uniforme.

Gráfico 2
PMI GLOBAL: ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA MUNDIAL DE LOS SECTORES MANUFACTURA Y SERVICIOS
(Índice de difusión)



El sector manufactura, luego de varios meses en zona de contracción, se recuperó en parte por los mayores volúmenes de comercio en previsión a la imposición de sanciones comerciales por parte de EUA y por el mayor consumo de bienes. El sector servicios mostró una desaceleración que reflejó ganancias cada vez menores en el mercado laboral.

Cuadro 1
PMI DE MANUFACTURA Y SERVICIOS POR PAÍSES
(Índice de difusión)

	Dic.22	Dic.23	Mar.24	Abr.24	May.24	Jun.24	Jul.24	Ago.24	Set.24	Oct.24	Nov.24	Dic.24	Ene.25	Feb.25
PMI Manufactura														
India	57,8	54,9	59,1	58,8	57,5	58,3	58,1	57,5	56,5	57,5	56,5	56,4	57,7	56,3
Japón	48,9	47,9	48,2	49,6	50,4	50,0	49,1	49,8	49,7	49,2	49,0	49,6	48,7	49,0
China	49,0	50,8	51,1	51,4	51,7	51,8	49,8	50,4	49,3	50,3	51,5	50,5	50,1	50,8
Estados Unidos	46,2	47,9	51,9	50,0	51,3	51,6	49,6	47,9	47,3	48,5	49,7	49,4	51,2	52,7
Brasil	44,2	48,4	53,6	55,9	52,1	52,5	54,0	50,4	53,2	52,9	52,3	50,4	50,7	53,0
Alemania	47,1	43,3	41,9	42,5	45,4	43,5	43,2	42,4	40,6	43,0	43,0	42,5	45,0	46,5
Francia	49,2	42,1	46,2	45,3	46,4	45,4	44,0	43,9	44,6	44,5	43,1	41,9	45,0	45,8
Reino Unido	45,3	46,2	50,3	49,1	51,2	50,9	52,1	52,5	51,5	49,9	48,0	47,0	48,3	46,9
Australia	50,2	47,6	47,3	49,6	49,7	47,2	47,5	48,5	46,7	47,3	49,4	47,8	50,2	50,4
PMI Servicios														
India	58,5	59,0	61,2	60,8	60,2	60,5	60,3	60,9	57,7	58,5	58,4	59,3	56,5	59,0
Japón	51,1	51,5	54,1	54,3	53,8	49,4	53,7	53,7	53,1	49,7	50,5	50,9	53,0	53,7
China	41,6	50,4	53,0	51,2	51,1	50,5	50,2	50,3	50,0	50,2	50,0	52,2	50,2	50,4
Estados Unidos	44,7	51,4	51,7	51,3	54,8	55,3	55,0	55,7	55,2	55,0	56,1	56,8	52,9	51,0
Brasil	51,0	50,5	54,8	53,7	55,3	54,8	56,4	54,2	55,8	56,2	53,6	51,6	47,6	50,6
Alemania	49,2	49,3	50,1	53,2	54,2	53,1	52,5	51,2	50,6	51,6	49,3	51,2	52,5	51,1
Francia	49,5	45,7	48,3	51,3	49,3	49,6	50,1	55,0	49,6	49,2	46,9	49,3	48,2	45,3
Reino Unido	49,9	53,4	53,1	55,0	52,9	52,1	52,5	53,7	52,4	52,0	50,8	51,1	50,8	51,0
Australia	47,3	47,1	54,4	53,6	52,5	51,2	50,4	52,5	50,5	51,0	50,5	50,8	51,2	50,8

Expansión > 50

Contracción < 50

Fuente: PMI S&P.

8. En el caso de **EUA**, el crecimiento del PBI del cuarto trimestre se desaceleró de 3,1 a 2,3 por ciento. Ello refleja un mercado laboral menos ajustado y un sentimiento económico del consumidor menos optimista. Estos factores determinaron un menor crecimiento del consumo no duradero —en particular de servicios— que se compensó por el mayor gasto en bienes duraderos y por la recuperación de la inversión residencial. También contribuyeron al menor crecimiento la inversión no residencial, la menor contribución de los inventarios y la desaceleración del gasto de gobierno.

Cuadro 2
EUA: CRECIMIENTO AJUSTADO POR ESTACIONALIDAD
(Tasas trimestrales anualizadas)

	1T.21	2T.21	3T.21	4T.21	1T.22	2T.22	3T.22	4T.22	1T.23	2T.23	3T.23	4T.23	1T.24	2T.24	3T.24	4T.24*
PBI	5,2	6,2	3,3	7,0	-2,0	-0,6	2,7	2,6	2,2	2,1	4,9	3,4	1,6	3,0	3,1	2,3
Consumo Personal	8,9	13,6	2,8	4,0	0,0	2,0	1,6	1,2	3,8	0,8	3,1	3,3	1,9	2,8	3,7	4,2
Duradero	28,4	14,3	-23,1	11,1	1,5	-0,9	0,9	-1,0	14,0	-0,3	6,7	3,2	-1,8	5,5	7,6	12,1
No Duradero	10,1	14,8	1,1	2,6	-2,7	0,0	-1,6	0,5	0,5	0,9	3,9	2,9	-0,8	1,7	4,6	3,0
Servicios	5,1	13,0	9,3	3,2	0,6	3,2	2,8	1,8	3,1	1,0	2,2	3,4	3,4	2,7	2,8	3,3
Inversión Bruta	-3,3	-5,4	16,1	27,9	6,2	-10,6	-7,6	3,4	-9,0	5,2	10,0	0,7	3,6	8,3	0,8	-5,7
Inversión Fija	9,3	5,9	-1,6	1,9	7,2	-0,2	-4,3	-5,4	3,1	5,2	2,6	3,5	6,5	2,3	2,1	-1,4
No Residencial	8,9	9,7	-1,3	2,7	10,7	5,3	4,7	1,7	5,7	7,4	1,4	3,7	4,5	3,9	4,0	-3,2
Residencial	9,8	-4,4	-2,7	-0,5	-1,8	-14,1	-26,4	-24,9	-5,3	-2,2	6,7	2,8	13,7	-2,8	-4,3	5,4
Exportaciones	0,9	2,0	1,5	24,2	-4,6	10,6	16,2	-3,5	6,8	-9,3	5,4	5,1	1,9	1,0	9,6	-0,5
Importaciones	8,0	7,7	8,5	20,6	14,7	4,1	-4,8	-4,3	1,3	-7,6	4,2	2,2	6,1	7,6	10,7	-1,2
Gasto de Gobierno	5,7	-4,3	-1,5	-0,3	-2,9	-1,9	2,9	5,3	4,8	3,3	5,8	4,6	1,8	3,1	5,1	2,9
Memo																
Contribución de Inventarios	-2,1	-1,9	3,0	3,0	-0,1	-2,1	-0,7	1,6	-2,2	0,0	1,3	-0,5	-0,5	1,1	-0,2	-0,8

 * Preliminar.
Fuente: BEA.

Algunos de estos factores permanecen en lo que va de 2025, destacando, en particular, el debilitamiento de la confianza del consumidor —tanto en lo que se refiere a las condiciones



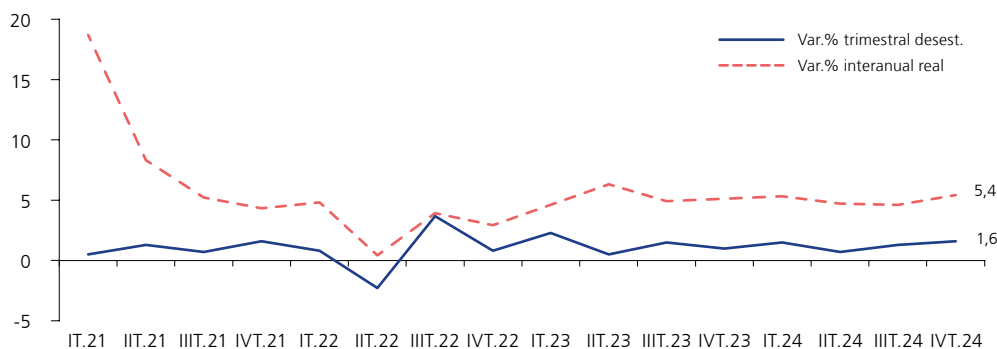
presentes como futuras— y el aumento en las expectativas de inflación. Asimismo, la creación de empleos (150 mil puestos promedio mensual en el primer bimestre) se ubica por debajo del promedio mensual de los años previos (216 mil en 2023 y 165 mil en 2024) y la recuperación del mercado inmobiliario, sugerida a fines de 2024, se ha visto limitada por las altas tasas de interés.

9. En la **eurozona**, el PBI tuvo un crecimiento de 0,2 por ciento, ligeramente menor a la expansión de 0,3 por ciento en el tercer trimestre. Ello refleja el efecto rezagado de los precios de la energía en el consumo privado, la debilidad de la inversión y el débil desempeño del sector exportador. A nivel de países, destaca la contracción de Alemania (0,2 por ciento), Francia (0,1 por ciento) y el estancamiento de Italia.

Siguiendo la tendencia global, los indicadores de frecuencia mensual muestran, para la eurozona, una leve recuperación del sector manufactura y el debilitamiento del sector servicios en lo que va de 2025.

10. Dentro de las economías emergentes, **China** creció 5,4 por ciento en el cuarto trimestre de 2024, tasa por encima de lo esperado y la más alta desde el segundo trimestre de 2023 (6,3 por ciento). Parte del impulso provino de factores temporales como el impacto de las medidas de estímulo económico y las mayores exportaciones en previsión a un aumento de los aranceles durante el nuevo gobierno de EUA. Comparado con el trimestre previo, la actividad económica creció 1,6 por ciento. Con ello, el PBI de China acumuló un crecimiento de 5,0 por ciento durante 2024, cumpliendo con el objetivo del gobierno, anunciado durante el primer trimestre.

Gráfico 3
CHINA: TASA DE CRECIMIENTO TRIMESTRAL



Fuente: National Bureau of Statistics of China.

Los indicadores de actividad de enero y febrero muestran signos de una recuperación ligera de la actividad manufacturera debido a las mayores nuevas órdenes y niveles de venta tras el mayor gasto estacional durante el feriado del año nuevo lunar.

Sin embargo, el sector externo mostró una desaceleración durante los dos primeros meses del año. Las exportaciones e importaciones se vieron afectadas por el aumento de las tensiones comerciales entre EUA y China. También afectó a las importaciones la menor demanda interna debido a que el mayor impacto de los paquetes de estímulo se observó en el 4T.24. Por su parte, el crecimiento interanual de los préstamos pendientes (*outstanding loan*) continuó desacelerándose y marcó la menor tasa de crecimiento desde el año 1998.

Por su parte, el sector inmobiliario no muestra una recuperación importante; pues, los precios de las viviendas y la inversión en el sector continuaron cayendo durante los primeros meses del año. Al igual que en meses anteriores, el mercado se ve presionado a la baja por los altos inventarios y por la baja demanda producto del alto endeudamiento de las familias y de factores demográficos de largo plazo.

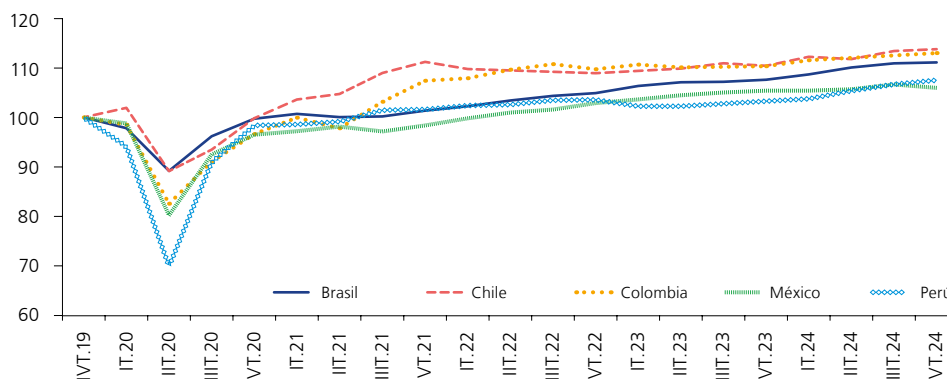
Cuadro 3
CHINA: INDICADORES SELECCIONADOS

Indicadores	2024												2025	
	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene.	Feb.
PMI servicios - S&P 1/	52,7	52,5	52,7	52,5	54,0	51,2	52,1	51,6	50,3	52,0	51,5	52,2	51,0	51,4
PMI no manufacturero - oficial 1/	50,7	51,4	53,0	51,2	51,1	50,5	50,2	50,3	50,0	50,2	50,0	52,2	50,2	50,4
PMI manufacturero - S&P 1/	50,8	50,9	51,1	51,4	51,7	51,8	49,8	50,4	49,3	50,3	51,5	50,5	50,1	50,8
PMI manufacturero - oficial 1/	49,2	49,1	50,8	50,4	49,5	49,5	49,4	49,1	49,8	50,1	50,3	50,1	49,1	50,2
Producción Industrial 2/	7,0	4,5	6,7	5,6	5,3	5,1	4,5	5,4	5,3	5,4	6,2	5,9		
Inversión en activos fijos 3/	4,2	4,5	4,2	4,0	3,9	3,6	3,4	3,4	3,4	3,4	3,3	3,2	4,1	
Ventas minoristas 2/	5,5	3,1	2,3	3,7	2,0	2,7	2,1	3,2	4,8	3,0	3,7	4,0		
Exportaciones 2/	7,1	-7,5	1,5	7,6	8,6	7	8,7	0,5	2,4	12,7	6,7	10,7	2,3	
Importaciones 2/	3,5	-1,9	8,4	1,8	-2,3	7,2	0,5	0,3	-2,3	-3,9	1,0	-8,4		
Préstamos bancarios 2/	10,4	10,1	9,6	9,6	9,3	8,8	8,7	8,5	8,1	7,8	7,7	7,6	7,5	7,3
Índice de precios al consumidor 2/	-0,8	0,7	0,1	0,3	0,3	0,2	0,5	0,6	0,4	0,3	0,2	0,1	0,5	-0,7
Índice de precios de vivienda 2/	-0,7	-1,4	-2,2	-3,1	-3,9	-4,5	-4,9	-5,3	-5,8	-5,9	-5,7	-5,3	-5,0	-4,8
Índice de precios al productor 2/	-2,5	-2,7	-2,8	-2,5	-1,4	-0,8	-0,8	-1,8	-2,8	-2,9	-2,5	-2,3	-2,3	-2,2

1/ Índice de difusión: 50 = nivel neutral.
2/ var. % anual.
3/ var. % acum. anual.
Fuente: Trading Economics.

11. En **Latinoamérica**, la actividad económica mostró tasas de crecimiento positivas en el cuarto trimestre, a excepción de México que, en términos desestacionalizados, se contrajo 0,7 por ciento respecto al trimestre previo y marcó la mayor contracción desde el tercer trimestre de 2021.

Gráfico 4
LATINOAMÉRICA: PBI TRIMESTRAL*
(Índice 100 = IVT.19)



* Series desestacionalizadas.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales.

Destacan el crecimiento de Colombia (0,7 por ciento) por la recuperación de la demanda interna asociada a las condiciones financieras menos restrictivas —tras la reducción de las tasas de interés— y a la mayor inversión pública. Asimismo, Brasil mantuvo una tasa positiva de crecimiento, debido a un mercado laboral robusto, políticas fiscales expansivas y aumento del salario mínimo (en 6,8 por ciento durante 2024). Estos factores

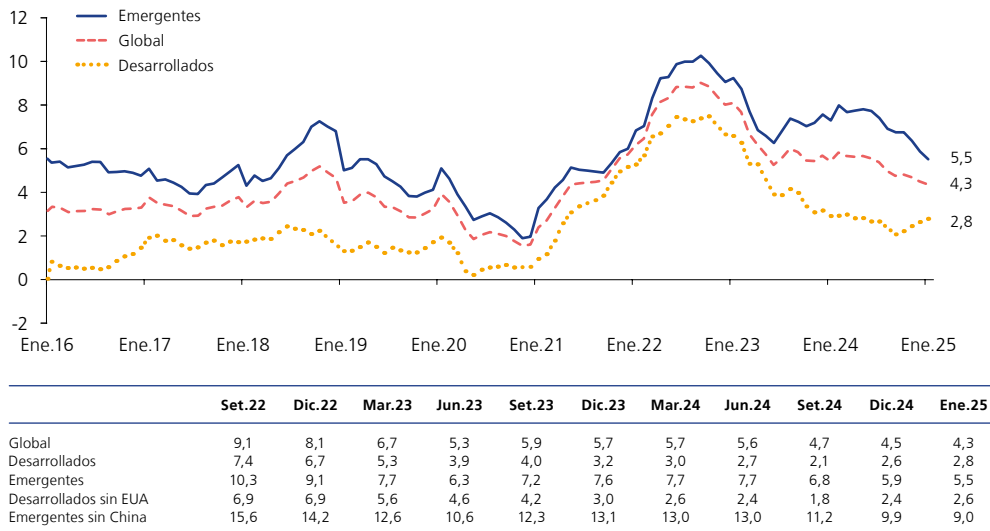


han determinado un crecimiento por encima del crecimiento potencial en los últimos trimestres.

Evolución reciente de la inflación

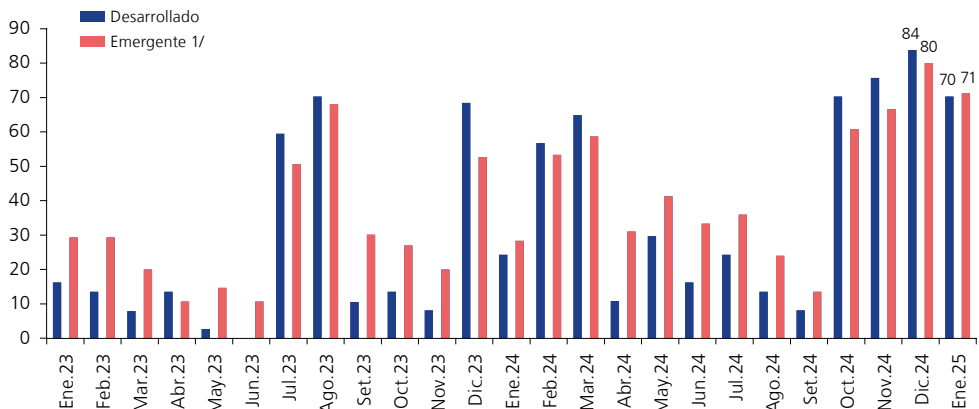
12. La inflación ejecutada mostró una dinámica similar a la reseñada en el Reporte de diciembre. Luego de la marcada reducción registrada en 2022 y 2023, la inflación ha permanecido sin cambios significativos en los últimos meses. El gráfico 5 muestra una reducción en la inflación agregada durante el mes de enero como reflejo de la caída puntual en algunos países emergentes (Turquía, Brasil e India). Sin embargo, esta tendencia a la baja no es generalizada; por el contrario, se observa un aumento leve de la inflación en la mayoría de las economías desarrolladas (EUA, eurozona y Japón).

Gráfico 5
INFLACIÓN: GLOBAL, PAÍSES DESARROLLADOS Y ECONOMÍAS EMERGENTES
(Var. % 12 meses)



Fuente: Reuters.
Elaboración: BCRP.

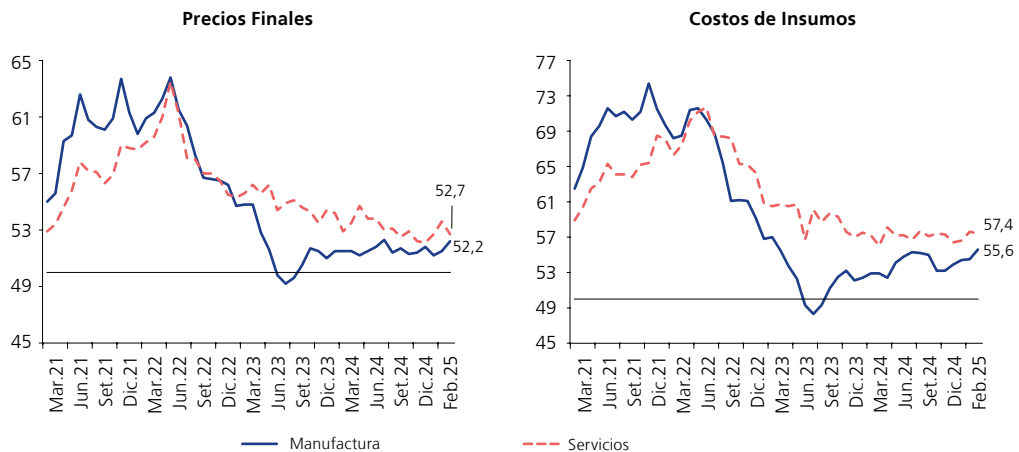
Gráfico 6
PORCENTAJE DE PAÍSES CUYA INFLACIÓN SUBIÓ RESPECTO AL MES ANTERIOR
(En porcentaje de una muestra de 37 países desarrollados y 74 emergentes)



1/ También considera a países en desarrollo.
Fuente: BCRP y Reuters.

En el mismo sentido, los rubros del PMI global asociados a costos de insumos y precios finales reflejan similar tendencia al alza en los meses recientes. Así, en el sector manufactura, tanto los costos como los precios finales se han acelerado; en tanto que en el sector servicios, los costos de insumos han permanecido en niveles altos.

Gráfico 7
PMI GLOBAL DE MANUFACTURA Y SERVICIOS, 2021-2025

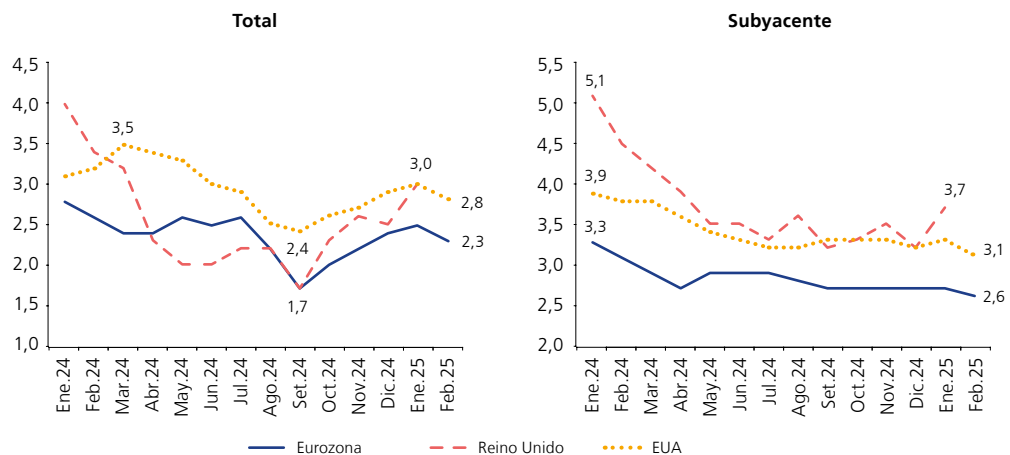


Fuente: S&P Markit.

13. En las **economías desarrolladas**, luego de alcanzar un mínimo de 2,1 por ciento en setiembre de 2024, la inflación ha registrado una moderada y gradual tendencia al alza, alcanzando una tasa de 2,8 por ciento en enero. Como se observa en el gráfico 6 esta tendencia se presenta en la mayoría de los países (70 por ciento).

- **La inflación total ha registrado una variación mayor a la inflación subyacente.** Esta última ha permanecido relativamente estable en los últimos meses, pero permanece por encima del rango meta. Este comportamiento implica que el componente no subyacente de la inflación —aquel que se excluye por su mayor volatilidad— ha tenido una tendencia al alza.

Gráfico 8
INFLACIÓN
(Var.%)

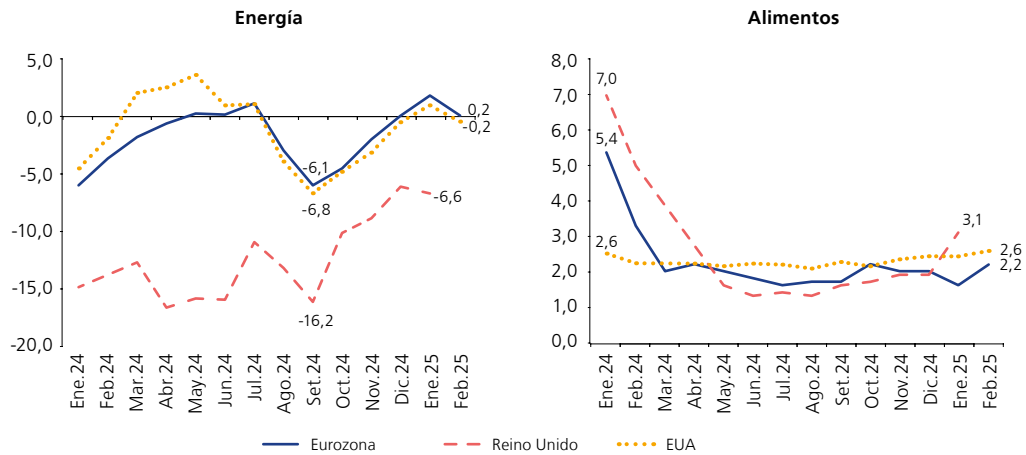


Fuente: Reuters.



- **Asociado a lo anterior, las mayores presiones han provenído de la energía y, en menor medida, de los alimentos.** Las presiones sobre los precios de la energía recogen el efecto rezagado del aumento que experimentó el gas natural, en particular el gas natural licuado durante 2024.

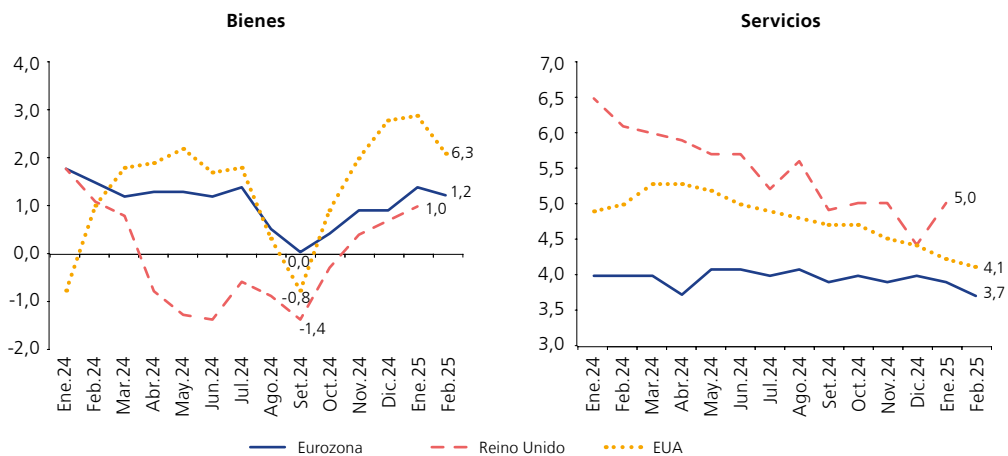
Gráfico 9
INFLACIÓN
(Var.%)



Fuente: Reuters.

- El punto anterior también ayuda a explicar el mayor aumento que ha experimentado la inflación de bienes respecto a la de servicios. Si bien la inflación de los servicios se mantiene por encima de las metas de inflación, la inflación de bienes —que durante varios meses del año pasado estuvo en niveles cercanos a cero o negativos— ha mostrado una tendencia al alza, consistente con el comportamiento de los alimentos y la energía señalados anteriormente.

Gráfico 10
INFLACIÓN
(Var.%)

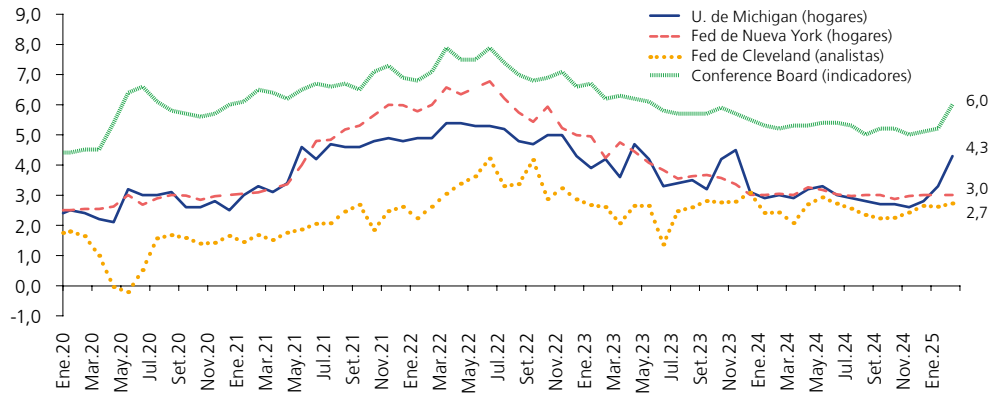


Fuente: Reuters.

14. En el caso particular de EUA, se observa una marcada elevación en las expectativas de inflación del consumidor. Si bien las expectativas recogen la tendencia al alza

reciente de la inflación (de 2,4 por ciento en setiembre de 2024 a 3,0 por ciento en enero de este año), también estarían incorporando el impacto esperado sobre los precios de las políticas (comercial, fiscal y migratoria) anunciadas por la nueva administración de EUA.

Gráfico 11
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES DE EUA
(En porcentaje)

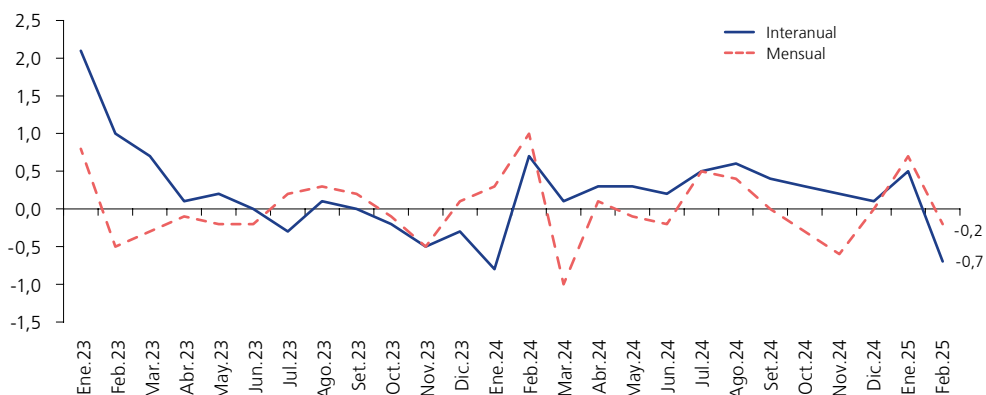


Fuente: U. de Michigan, Bloomberg, Fed de New York y Fed de Cleveland.

- En contraposición a lo observado en las economías desarrolladas, en **China** persisten las presiones deflacionarias. En febrero, el índice de precios al consumidor cayó 0,7 por ciento y el componente subyacente lo hizo 0,1 por ciento. Si bien parte de la caída responde a factores estacionales, vinculados al año nuevo lunar, existe un exceso de la capacidad productiva y una débil demanda agregada que se traducen en bajas tasas de consumo e inversión.

Por su parte, en enero el índice de precios al productor registró similar caída al mes previo y marcó 28 meses consecutivos de deflación interanual. Ello refleja la persistencia de un exceso de producción de bienes industriales.

Gráfico 12
INFLACIÓN DE CHINA
(Var.%)



Fuente: Trading Economics.

En **América Latina**, la inflación de la mayoría de los países de la región, con excepción de Perú, culminó el año 2024 por encima de su rango meta debido en gran medida a los



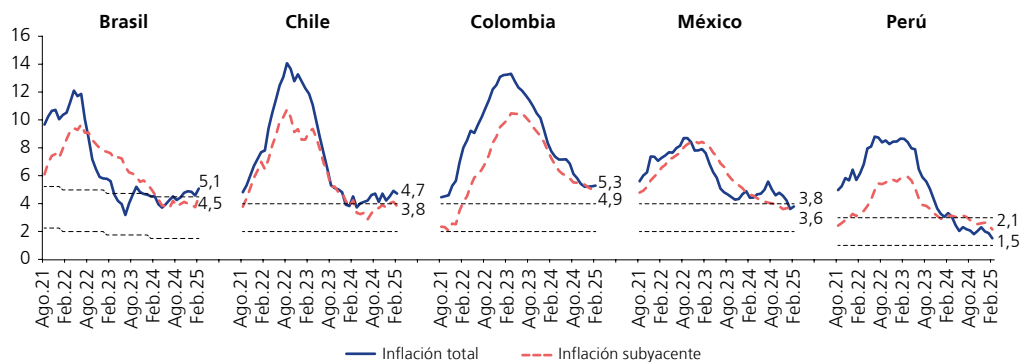
mayores precios de alimentos y energía. Sin embargo, en enero de 2025 la inflación se desaceleró en Brasil, México y Perú.

En Chile, la inflación continúa siendo impulsada por el ajuste de las tarifas eléctricas como parte de una serie de aumentos escalonados aprobados por el descongelamiento de las tarifas eléctricas que comenzó en 2023. En México la inflación se ubicó dentro de su rango meta en enero luego de 46 meses consecutivos de ubicarse por encima, por la caída de los precios de frutas y verduras ante la mayor oferta por condiciones climáticas favorables.

En Brasil, la inflación se mantiene por encima del rango meta. A los factores de demanda señalados anteriormente, se sumaron choques de oferta producto de una severa sequía (calificada como la peor sequía registrada en la historia del país).

En el caso de la **inflación subyacente**, durante 2024 ésta se ubicó dentro del rango meta (con excepción de Colombia), lo que refleja el impacto rezagado de los ajustes en la política monetaria sobre la demanda agregada y la brecha del producto.

Gráfico 13
INFLACIÓN EN LATINOAMÉRICA
(Variación porcentual 12 meses)



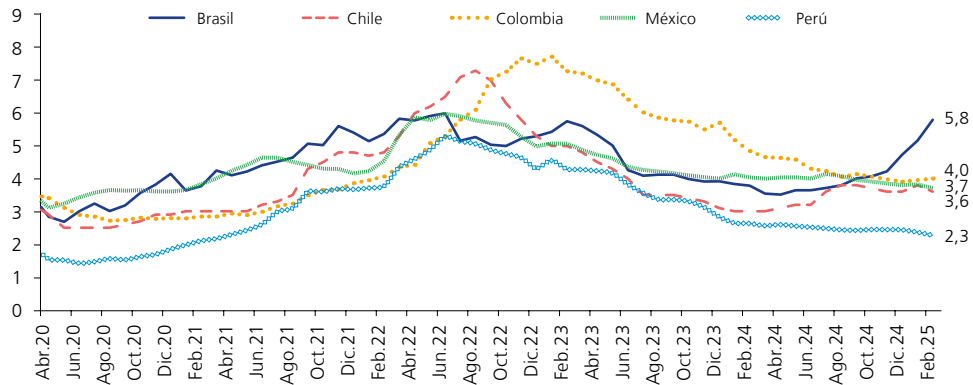
	Ene.25	Feb.25	Máximo	Ene.25	Feb.25	Máximo	Ene.25	Feb.25	Máximo	Ene.25	Feb.25	Máximo	Ene.25	Feb.25	Máximo
Total	4,6	5,1	12,1 (Abr.22)	4,9	4,7	14,1 (Ago.22)	5,2	5,3	13,3 (Mar.23)	3,6	3,8	8,7 (Set.22)	1,9	1,5	8,8 (Jun.22)
Suby.	3,7	4,5	9,7 (Jun.22)	4,1	3,8	10,9 (Ago.22)	5,0	4,9	10,5 (Mar.23)	3,7	3,6	8,5 (Nov.22)	2,4	2,1	5,9 (Mar.23)

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

Respecto a las expectativas de inflación, se proyecta que, con excepción de Brasil, la inflación se ubique dentro del rango meta dentro de los próximos doce meses. Desde el último Reporte, estas expectativas han sido revisadas a la baja para los casos de México y Perú y al alza en el caso de Colombia, donde la inflación se ubicaría en el límite superior del rango.

En el caso de Brasil, las expectativas a 12 meses se han revisado al alza durante ocho meses consecutivos, en el contexto de un mercado laboral robusto, brecha del producto positiva, preocupaciones sobre la estabilidad fiscal del país y el debilitamiento del real desde 2024.

Gráfico 14
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN 12 MESES EN LATINOAMÉRICA
(En porcentaje)



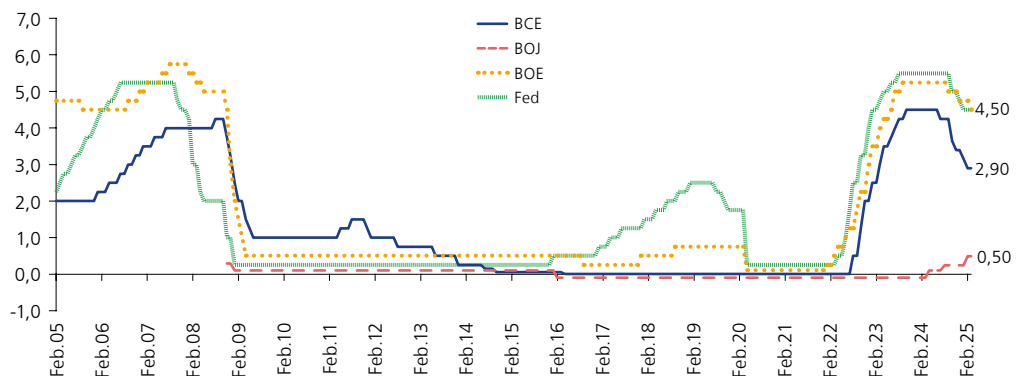
Nota: Para Brasil, corresponde a la expectativa de inflación 12 meses promedio registrada en el mes de referencia. Para México, se obtiene por interpolación en base a expectativas a diciembre del presente año y el siguiente.
Fuente: Bancos centrales de cada país.

Respuestas de política monetaria y fiscal

- En lo que va del año, la mayoría de los bancos centrales continuó con el ciclo de reducción de las tasas de interés. Sin embargo, dada la resistencia a la baja de la inflación, señalada en el punto anterior, en particular en las **economías desarrolladas**, las reducciones han sido menores que durante 2024. Con excepción de Nueva Zelanda, cuyo recorte fue de 50 puntos básicos (pbs.), la reducción en el resto de los países fue de 25 pbs.

Por el contrario, en el caso de la Fed, la tasa se mantuvo durante la reunión de enero y marzo. Adicionalmente, la Fed anunció una reducción más lenta del tamaño de sus activos, en particular de su tenencia de bonos del tesoro, a partir de abril. Asimismo, contra la tendencia general, Japón elevó su tasa en 25 pbs. en enero ante la elevación, por encima de lo esperado, en las tasas de inflación; esta alza constituye la tercera desde diciembre de 2024.

Gráfico 15
TASA DE INTERÉS DE POLÍTICA
(En porcentaje)



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 tasa de interés. Para el Banco Central Europeo es la tasa de principal financiamiento.
Fuente: Bancos centrales.

Al igual que lo reseñado en el Reporte de diciembre, se estima una moderación en los recortes de tasas de interés. En el caso particular de EUA, la persistencia de la inflación



por encima de su meta y el impacto esperado de algunas medidas de política económica sobre los precios, han reducido la magnitud de recortes esperados en las tasas de interés para el horizonte de proyección.

Así, en su decisión del 16 marzo, contempla dos recortes de tasas para 2025, dos adicionales para 2026 y un recorte último para 2027 lo que situaría la tasa cerca de su nivel de largo plazo (3,0%).

Cuadro 4
PROYECCIONES DE LA Fed*

	2025		2026		2027		Largo Plazo	
	Dic.24	Mar.25	Dic.24	Mar.25	Dic.24	Mar.25	Dic.24	Mar.25
Crecimiento**	2,1	1,7	2,0	1,8	1,9	1,8	1,8	1,8
Tasa de desempleo**	4,3	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,2	4,2
Inflación (PCE)**	2,5	2,7	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0
Inflación subyacente (PCE subyacente)**	2,5	2,8	2,2	2,2	2,0	2,0	-	-
Nota: El PCE subyacente excluye alimentos y energía								
Tasa de interés (%)***	3,9	3,9	3,4	3,4	3,1	3,1	3,0	3,0
Rango de tasas de interés (%)	3,1-4,4	3,6-4,4	2,4-3,9	2,9-4,1	2,4-3,9	2,6-3,9	2,4-3,9	2,5-3,9

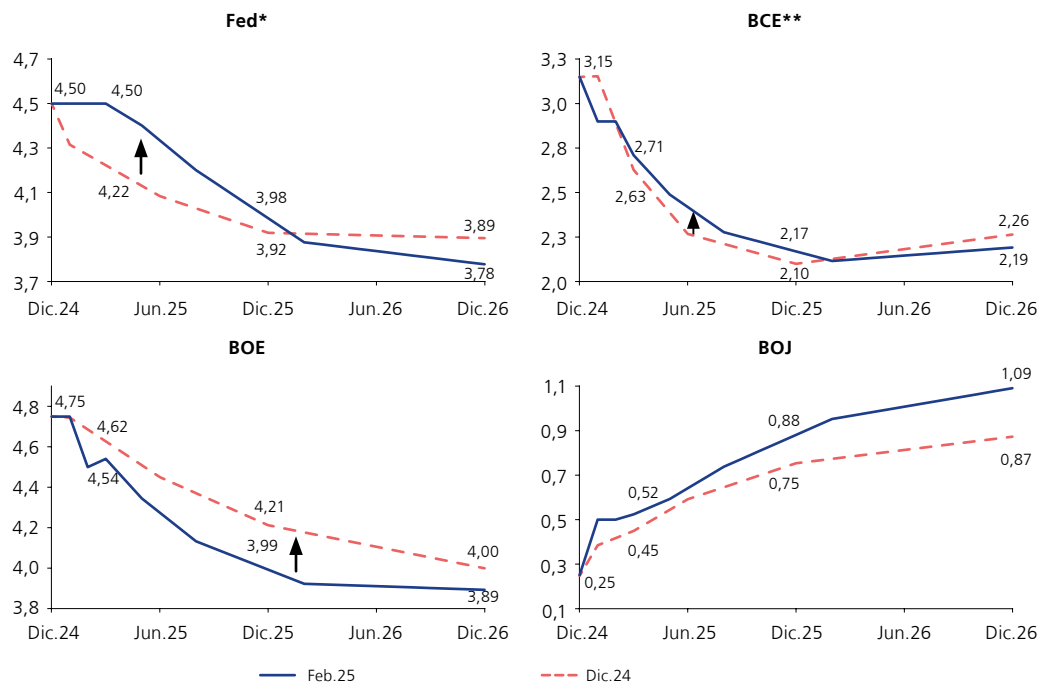
* Incorpora 19 datos de las proyecciones individuales de los miembros de la Fed a fin de periodo.

** 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.

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

Gráfico 16
EXPECTATIVAS DE TASAS DE INTERÉS SEGÚN EL MERCADO DE FORWARDS
(En porcentaje)



* Límite superior de las tasas de interés de política monetaria.

** Tasa de las principales operaciones de financiación.

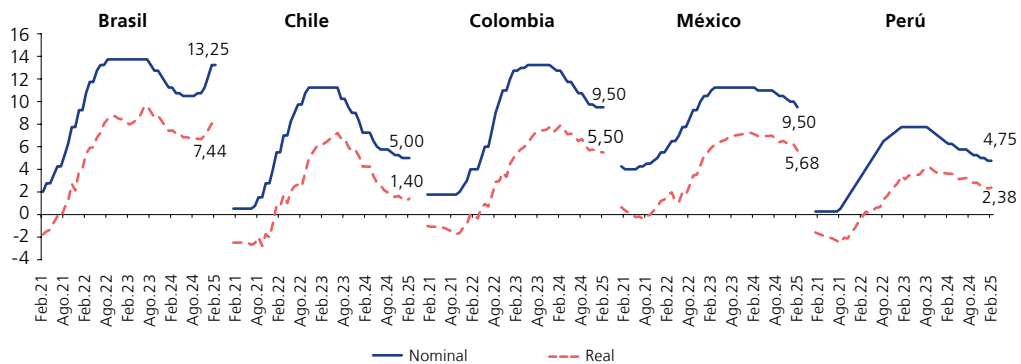
Fuente: Reuters.

- En el caso de **las economías emergentes**, se registraron disminuciones de la tasa de interés en varios países de América Latina, Asia y Europa. Se observa una reducción en la inflación y una desaceleración en la actividad económica en México, India, Tailandia, Indonesia y República Checa.

En **América Latina**, la reducción también fue de 25 pbs, con la excepción de México (50 pbs). Dos excepciones al ciclo de flexibilización fueron Brasil y Uruguay. En el primer caso, el banco central aumentó 100 pbs ante las presiones de demanda señaladas anteriormente, el aumento de la inflación y la depreciación del real; además, el Banco Central dejó entrever un alza similar para la próxima reunión de marzo. En el caso de Uruguay, el banco central realizó un alza de 25 pbs., la segunda desde diciembre de 2024.

Considerando la evolución de las expectativas inflacionarias, las tasas de interés reales se redujeron en Colombia, México y Perú. En el caso de Brasil, la tasa de interés real tuvo una tendencia al alza acorde de acuerdo con el aumento de la tasa nominal, excepto en el mes de febrero (por el aumento en la inflación esperada de 5,2 a 5,8 por ciento).

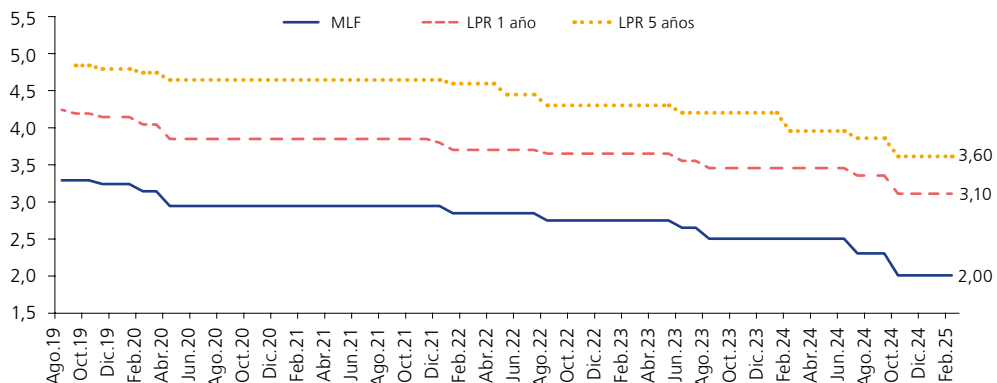
Gráfico 17
TASAS DE INTERÉS DE POLÍTICA MONETARIA EN LATINOAMÉRICA 2021-2025
(En porcentaje)



Nota: Tasas de interés reales en base a expectativas de inflación a 12 meses.
Fuente: Institutos de estadística y bancos centrales de cada país.

Por su parte, en febrero el banco central de **China** (PboC) mantuvo las tasas de interés en línea con lo esperado. El PboC decidió mantener sus tasas para evitar una mayor depreciación del yuan, dadas las expectativas de una postura menos flexible por parte de la Fed y de otros bancos centrales. Esta pausa en el ciclo de recortes de China se da en un contexto en que sus principales tasas se encuentran en mínimos históricos.

Gráfico 18
CHINA: TASAS DE INTERÉS
(Porcentaje)

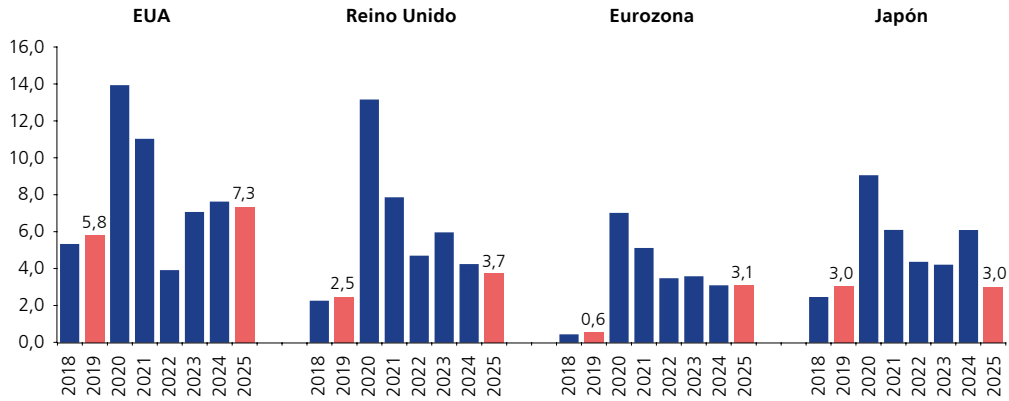


Nota: la tasa MLF (*medium-term lending facility*) es la tasa de política con la cual el PBoC presta a los grandes bancos comerciales. Por su parte, las tasas LPR (*loan prime rates*) sirven de referencia para nuevos préstamos: a 1 año, para préstamos corporativos y domésticos; a 5 años, para las hipotecas. Estas se basan en un promedio ponderado de las tasas de préstamo de 18 bancos comerciales.
Fuente: Trading Economics.



18. Cabe señalar que las respuestas de política monetaria se presentan en un contexto de una consolidación fiscal más lenta. Con excepción de Japón, en las principales economías desarrolladas, el déficit fiscal ha disminuido, pero aún no ha alcanzado los niveles prepandemia ni los niveles compatibles con la consolidación fiscal.

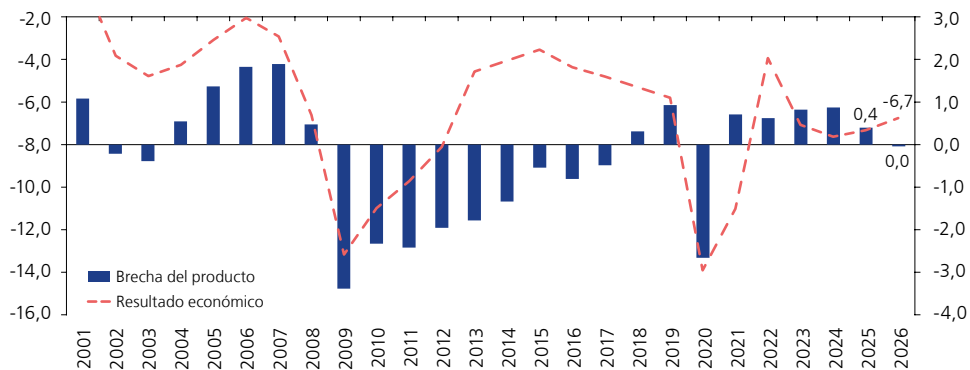
Gráfico 19
DÉFICIT FISCAL DEL GOBIERNO GENERAL
 (% del PBI)



Nota: 2024 preliminar y 2025 proyección.
 Fuente: FMI.

En el caso de EUA, se espera que, bajo la nueva administración, la política fiscal siga siendo expansiva a pesar de que la brecha del producto sugiere que la economía está operando cerca o por encima de su potencial. Las presiones que, en este contexto, genera la política fiscal sobre la demanda agregada dificulta aún más una flexibilización de la política monetaria de la Fed.

Gráfico 20
EUA: BRECHA DEL PRODUCTO (EN % DEL POTENCIAL, EJE DERECHO) Y RESULTADO ECONÓMICO DEL GOBIERNO GENERAL (EN % DEL PBI, EJE IZQUIERDO)



Fuente: FMI.

En el caso de las **economías emergentes**, destacan las medidas adoptadas por China. Desde setiembre de 2024, las autoridades chinas han anunciado un conjunto de políticas para promover el consumo a través de subsidios y de mejoras en la seguridad social, en línea con el nuevo esquema de crecimiento económico —que busca incrementar el consumo a través de una reducción del ahorro previsional—.

Adicionalmente, durante la primera semana de marzo se realizó la reunión anual de la Asamblea en donde anunciaron la meta de las principales variables macroeconómicas, entre ellas la de un déficit fiscal de 4,0 por ciento para 2025. Estos anuncios se encontraron acorde con lo esperado por el mercado, pero no se descartan medidas adicionales en el actual contexto de tensiones comerciales que podrían afectar las proyecciones de crecimiento oficiales.

Cuadro 5
CHINA: PRINCIPALES METAS ESTABLECIDAS DURANTE LA ASAMBLEA POPULAR NACIONAL

	2024			2025		
	Meta	Ejecutado		Meta	Ejecutado	
PBI (Var. %)	5,0	5,0	=	5,0	5,0	=
Inflación (Var. %)	3,0	0,1	-	2,0	2,0	=
Déficit Fiscal (% PBI)	3,0	4,8	+	4,0	4,0	=
Emisión de bonos (%PBI)	6,6	6,7	+	8,4	--	

Fuente: Casas de inversión.

Perspectivas de la economía global

19. Para **2025**, se mantiene la proyección de crecimiento global del Reporte de Inflación anterior (3,0 por ciento). Para EUA, se estima un crecimiento de 1,8 por ciento, en línea con los datos ejecutados y con la previsión de una desaceleración gradual del consumo privado y una recuperación de la inversión residencial. Por el contrario, se ha revisado a la baja la proyección de crecimiento de Canadá y de los principales países de la eurozona debido, entre otros factores, al impacto de las medidas comerciales sobre el sector manufacturero.

Cuadro 6
CRECIMIENTO MUNDIAL
(Variaciones porcentuales anuales)

	PPP*	2023	2024	2025		2026	
				RI Dic.	RI Mar.	RI Dic.	RI Mar.
Economías desarrolladas	41,1	1,6	1,7	1,7	1,5	1,8	1,6
<i>De las cuales</i>							
1. Estados Unidos	15,4	2,5	2,8	1,9	1,8	2,0	1,8
2. Eurozona	11,7	0,4	0,7	1,2	0,9	1,4	1,2
3. Japón	3,7	1,9	0,1	1,1	1,1	0,8	0,8
4. Reino Unido	2,2	0,1	0,9	1,2	1,1	1,5	1,4
5. Canadá	1,4	1,1	1,6	1,7	1,5	1,8	1,6
Economías en desarrollo	58,9	4,3	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
<i>De las cuales</i>							
1. China	18,8	5,2	5,0	4,1	4,1	4,0	4,0
2. India	7,5	7,8	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5
3. Rusia	2,9	3,6	3,2	1,6	1,6	1,3	1,3
4. América Latina y el Caribe	7,3	2,3	2,1	2,4	2,2	2,2	2,2
Argentina	0,7	-1,6	-1,7	3,8	4,1	2,6	3,0
Brasil	2,3	2,9	3,4	2,0	2,0	2,0	1,8
Chile	0,3	0,2	2,6	2,3	2,3	2,4	2,2
Colombia	0,6	0,6	1,7	2,7	2,7	2,7	2,7
México	1,9	3,2	1,5	1,5	0,9	1,5	1,4
Perú	0,3	-0,4	3,3	3,0	3,2	2,9	2,9
Economía Mundial	100,0	3,2	3,1	3,0	3,0	3,1	3,0

* Base 2023.

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

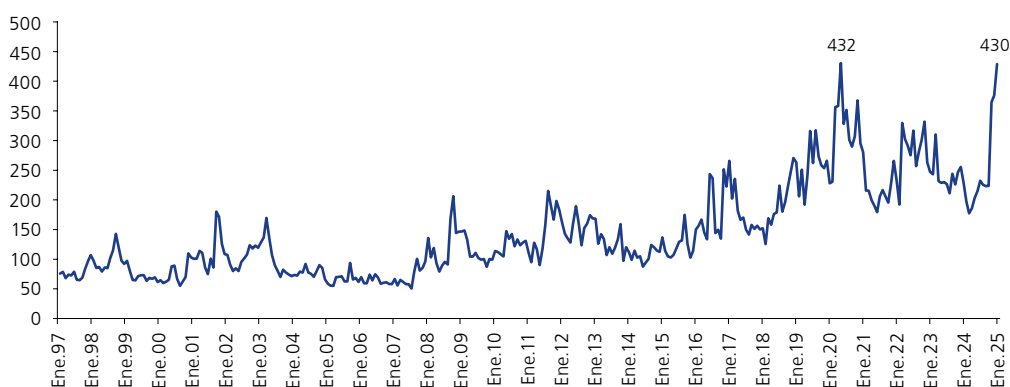
Para **2026** se estima un crecimiento de 3,0 por ciento, ligeramente menor al del Reporte de diciembre (3,1 por ciento) y por debajo del crecimiento promedio mostrado en las dos



décadas previas a la pandemia (3,6 por ciento). En el caso de EUA se prevé que la política fiscal expansiva, en un contexto de brecha del producto positiva, se vea compensada por una menor flexibilización de la política monetaria por parte de la Fed.

- Existen factores de riesgo que introducen un sesgo a la baja en el crecimiento mundial en el horizonte de proyección. En particular, el crecimiento global es muy sensible a un escalamiento de las tensiones comerciales que involucre medidas retaliatorias por parte de las economías previamente afectadas por la imposición de aranceles de EUA. A esta incertidumbre en materia comercial, se suma la incertidumbre respecto al manejo fiscal.

Gráfico 21
ÍNDICES DE INCERTIDUMBRE DE POLÍTICA ECONÓMICA GLOBAL



Fuente: Scott R. Baker, Nick Bloom y Steven J. Davis.

Asimismo, persisten otros riesgos para el crecimiento mundial:

- **La persistencia de una inflación elevada principalmente en países desarrollados.** En EUA, los indicadores de expectativas de inflación publicados en los últimos meses resaltan una convergencia más lenta de la inflación hacia la meta y reflejan la política arancelaria adoptada por EUA y el impacto esperado de un mayor déficit fiscal (que generaría presiones adicionales de demanda) y de las restricciones a la migración (que reduciría la disponibilidad de mano de obra en sectores como la agricultura, construcción y servicios).
- **Un retraso en el ciclo de reducción de tasas de la Fed.** La lenta convergencia de la inflación hacia la meta, así como el dinamismo de la actividad económica, habrían reducido las expectativas de una política expansiva por parte de la Fed. Considerando el impacto que, sobre la inflación, tendrían las medidas señaladas, se esperaría que el ciclo de recorte de tasas por parte de la Fed sea poco agresivo.
- **Los temores sobre el crecimiento de China.** Al igual que en el Reporte de Inflación de diciembre, el escenario base asume un aumento moderado de los aranceles impuestos por EUA a las importaciones chinas. Una profundización de las tensiones comerciales, en particular las asociadas al sector tecnológico, podría afectar la demanda externa y la cadena de suministros. Estos riesgos a la baja se pueden acentuar si el impacto de las medidas para estimular la demanda agregada

y el sector inmobiliario se ven limitadas por el alto grado de endeudamiento y por las presiones deflacionarias existentes.

- **La persistencia, y posible agravamiento de las tensiones geopolíticas.** Al cierre del presente Reporte, las expectativas de una pronta solución a los conflictos existentes— en especial en Ucrania y en Medio Oriente—se han reducido significativamente. No se descarta incluso un agravamiento de los mismos que elevaría la aversión global al riesgo y generaría presiones adicionales en algunos mercados (como el del petróleo y los granos).
- **Dificultad en el manejo fiscal.** Las medidas de consolidación fiscal, y las de gestión de los niveles de deuda pública, se pueden retrasar más allá de las previstas en medio de una desaceleración más pronunciada del crecimiento mundial. Ello puede repercutir en los mercados financieros de bonos con el consiguiente impacto sobre las tasas de interés, principalmente en las economías desarrolladas. Ello, sumado a una política monetaria menos flexible en las economías desarrolladas, podría afectar las condiciones financieras de las economías emergentes.

Mercados financieros internacionales

21. A inicios de año, los mercados financieros globales respondieron en gran medida a las expectativas generadas luego del resultado electoral de noviembre en EUA y a los anuncios posteriores. Así, el dólar continuó con su tendencia apreciatoria del cuarto trimestre en previsión a una política monetaria menos flexible por parte de la Fed. Esta política monetaria, a su vez, responde a las presiones inflacionarias que se esperarían tras la aplicación de políticas fiscales, comerciales y migratorias por parte de la nueva administración. Las bolsas de EUA, a diferencia de otras plazas, se vieron apoyadas por la desregulación esperada en algunos sectores y por la probabilidad de recortes tributarios a las empresas. A pesar de la incertidumbre geopolítica, los rendimientos de los bonos de EUA se elevaron en forma consistente con las expectativas de una política fiscal expansiva.

Sin embargo, esta tendencia se revirtió desde fines de enero cuando—ante el agravamiento de las tensiones comerciales y la aplicación de medidas retaliatorias—la aversión al riesgo registró un incremento importante. A ello se sumó la difusión de indicadores que sugieren una desaceleración de la economía de EUA (siguiendo con la tendencia de la mayor parte de países).

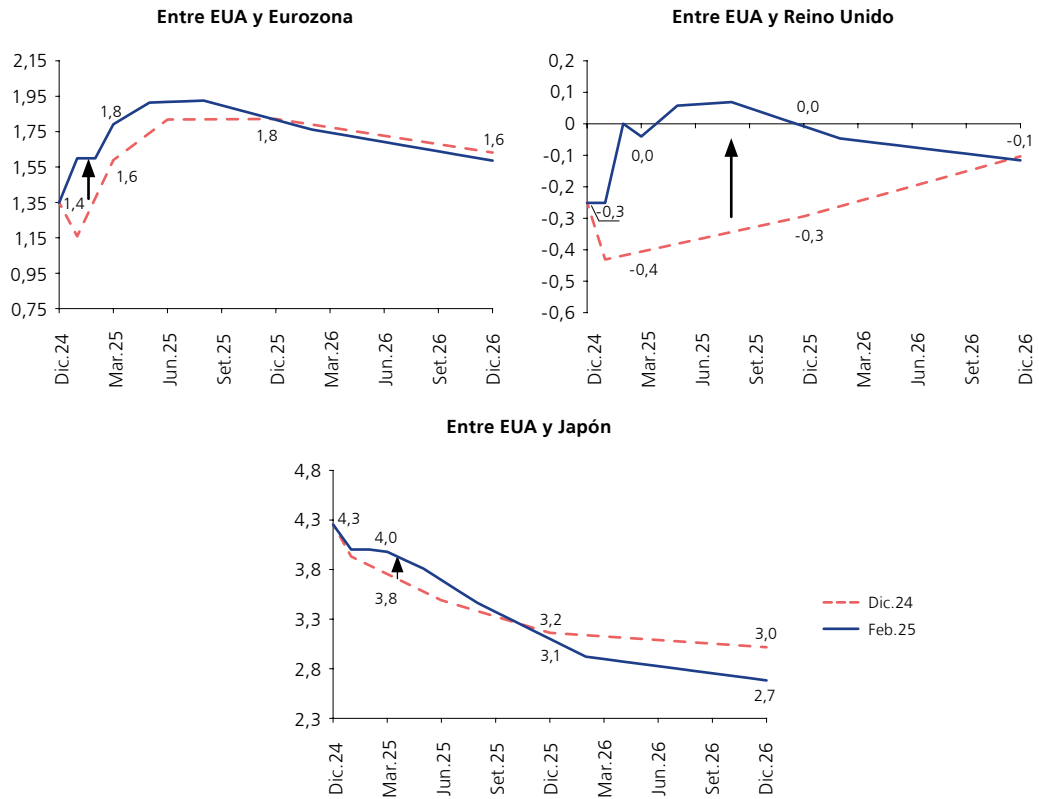
22. Respecto a los **mercados cambiarios**, el dólar se depreció en lo que va del año y el 13 de enero el índice Dolar DXY llegó un máximo en cuatro años continuando con la tendencia del cuarto trimestre 2024.

Luego de ello, el dólar se vio afectado por las preocupaciones sobre el panorama fiscal, cierta moderación de la actividad en EUA y la incertidumbre en torno a la comercial y a la aplicación de medidas retaliatorias por parte de diversos países.

Como se ha señalado, ello fue influido por las expectativas de una política monetaria menos acomodaticia por parte de la Fed, lo que explicaría el aumento del diferencial esperado de tasas respecto a otros bancos centrales.

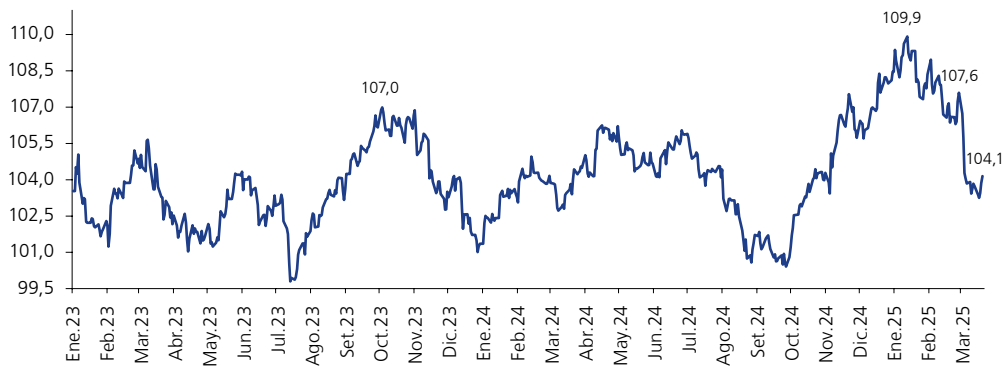


Gráfico 22
DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS
(%, según mercado de forwards)



Fuente: Reuters.

Gráfico 23
ÍNDICE DEL DÓLAR DXY*



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

Siguiendo la tendencia global, la mayoría de las monedas emergentes revirtió la tendencia depreciatoria previa desde mediados de enero. A la tercera semana de marzo, el índice EMCI (canasta de monedas emergentes) registra ganancias frente al dólar respecto a diciembre 2024.

Cuadro 7
TIPOS DE CAMBIO*

(En unidades monetarias por dólar, excepto para euro y libra)

		Dic.23 (a)	Dic.24 (b)	Mar.25 (c)	Var. % **	
					(c) / (b)	(c) / (a)
Índice dólar DXY***	US Dollar Index	101,33	108,49	104,14	-4,0	2,8
Euro	Euro	1,104	1,035	1,081	4,5	-2,0
Reino Unido	Libra	1,273	1,251	1,291	3,2	1,5
Japón	Yen	141,06	157,18	149,35	-5,0	5,9
Brasil	Real	4,852	6,184	5,727	-7,4	18,0
Colombia	Peso	3 873	4 402	4 151	-5,7	7,2
Chile	Peso	881	993	929	-6,5	5,4
México	Peso	16,95	20,82	20,23	-2,8	19,3
Argentina	Peso	808,45	1 030,00	1 068,40	3,7	32,2
Perú	Sol	3,707	3,761	3,639	-3,2	-1,8
Sudáfrica	Rand	18,28	18,85	18,22	-3,3	-0,3
India	Rupia	83,19	85,55	85,99	0,5	3,4
Turquía	Lira	29,48	35,34	37,50	6,1	27,2
Rusia	Rublo	89,25	113,50	84,50	-25,6	-5,3
China	Yuan (onshore)	7,098	7,299	7,249	-0,7	2,1
Corea Del Sur	Won	1 294	1 477	1 463	-0,9	13,1
Indonesia	Rupia	15 395	16 090	16 495	2,5	7,1
Tailandia	Bath	34,35	34,26	33,88	-1,1	-1,4
Malasia	Ringgit	4,590	4,468	4,419	-1,1	-3,7
Filipinas	Peso	55,39	58,08	57,36	-1,2	3,6

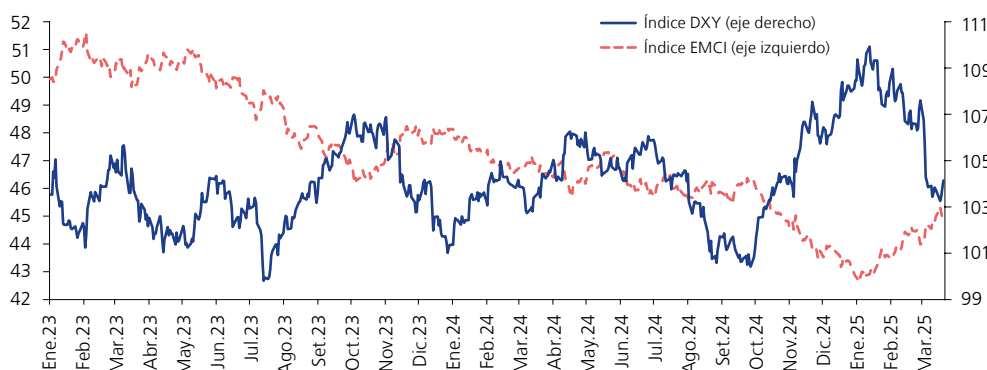
* Elaborado al 21 de marzo de 2025.

** 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 24
**ÍNDICES DE MONEDAS: DXY* (DIVISAS FRENTE AL DÓLAR)
Y EMCI** (MONEDAS EMERGENTES FRENTE AL DÓLAR)**



* Un aumento (caída) del índice DXY implica una apreciación (depreciación) del dólar estadounidense frente a las principales divisas (euro, yen, libra esterlina, dólar canadiense, corona sueca y franco suizo).

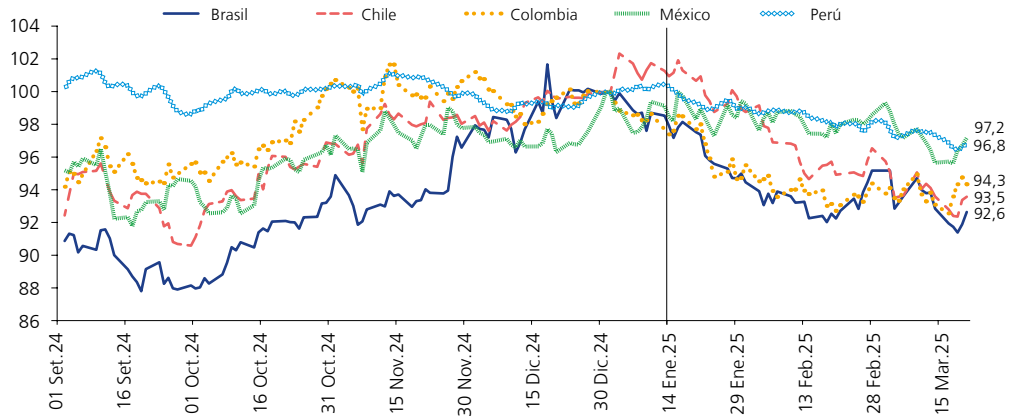
** Un aumento (caída) del índice EMCI implica una depreciación (apreciación) del dólar estadounidense frente a las monedas emergentes.

Fuente: Reuters y JP Morgan.

En el caso de las economías de América Latina, la mayoría de las monedas se apreciaron favorecidas, además, por la recuperación de los precios de varios *commodities* y en algunos casos, como Brasil, por las expectativas de ajustes en la política monetaria en el contexto de presiones de demanda y de aumento de las presiones inflacionarias. Cabe señalar que el sol muestra una de las menores apreciaciones frente a sus pares en la región lo cual refleja, en parte, la menor depreciación observada durante el cuarto trimestre de 2024.



Gráfico 25
DESEMPEÑO DE LAS MONEDAS DE LACS
(Base 100 = 31 Dic.24)



* Un aumento (caída) del índice implica una apreciación (depreciación) del dólar estadounidense frente a dicha moneda y viceversa.
Fuente: Reuters.

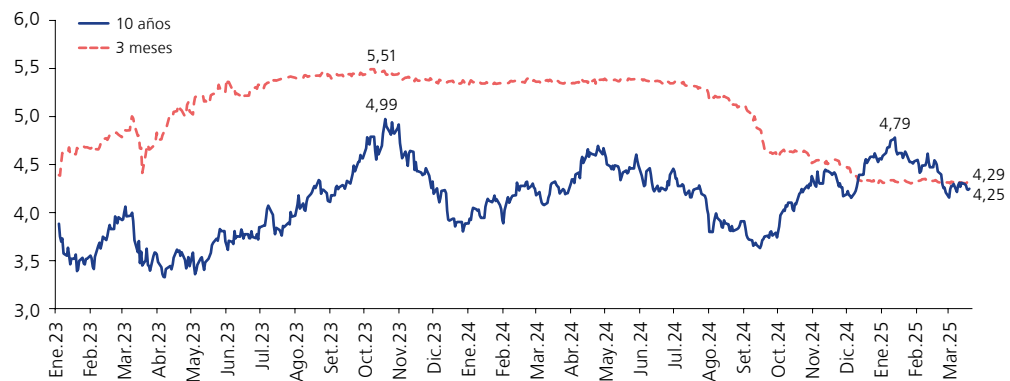
Cuadro 8
EVOLUCIÓN DE LAS MONEDAS DE LACS

		Cotización (U.M. por USD)			Variación porcentual	
		Set.24	Dic.24	Mar.25	Mar.25** / Dic.24	Dic.24 / Set.24
Brasil	Real	5,448	6,184	5,727	-7,4	13,5
Colombia	Peso	4 206	4 402	4 151	-5,7	4,7
Chile	Peso	899	993	929	-6,5	10,5
México	Peso	19,68	20,82	20,23	-2,8	5,8
Perú	Sol	3,705	3,761	3,639	-3,2	1,5

* Una variación positiva (negativa) implica una apreciación (depreciación) del dólar frente a la moneda respectiva.
** Al 21 de marzo.
Fuente: Reuters.

23. En los mercados de renta fija, los rendimientos soberanos de EUA aumentaron a inicios del primer trimestre de 2025 en línea con los temores de presiones inflacionarias adicionales y preocupaciones por el deterioro de las cuentas fiscales. Sin embargo, la difusión de algunos datos económicos negativos de EUA y el incremento de las tensiones comerciales y geopolíticas han contribuido en la demanda de este instrumento como activo de refugio durante febrero y marzo.

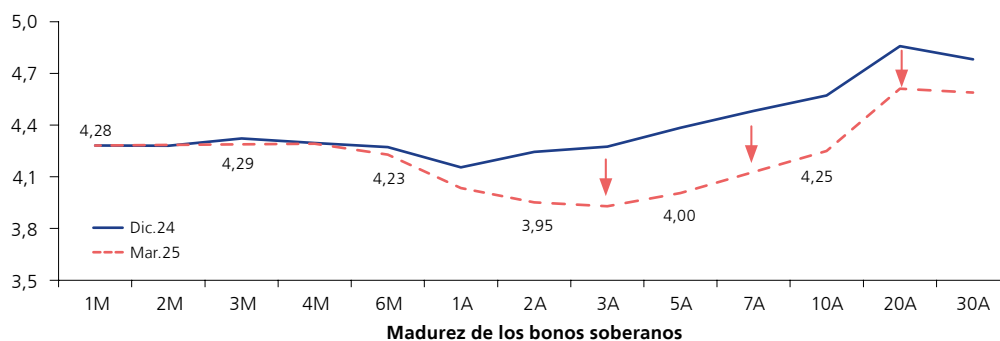
Gráfico 26
RENDIMIENTOS SOBERANOS DE ESTADOS UNIDOS
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.

Los rendimientos soberanos de EUA se redujeron por los temores en torno a las tensiones comerciales y a las señales de desaceleración económica de EUA de las últimas semana. del 2025 y ello se dio principalmente en los tramos de 2 a 30 años. Así, el rendimiento del bono a 5 años se redujo 38 pbs. a 4,00 por ciento y el de 10 años en 32 pbs. a 4,25 por ciento. En contraste, los rendimientos de muy corto plazo se mantuvieron estables.

Gráfico 27
CURVA DE RENDIMIENTOS SOBERANOS DE EUA
(En porcentaje)



Fuente: Reuters.

En la eurozona, se registraron aumentos en los rendimientos tras preocupaciones en torno a la situación fiscal en algunos países debido a dificultades para la aprobación del presupuesto (Francia y Reino Unido). A ello se sumó el anuncio del gobierno de Alemania de un incremento sustancial del gasto público en infraestructura y defensa.

Cuadro 9
RENDIMIENTOS DE BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS*
(En porcentajes)

	Dic.23 (a)	Dic.24 (b)	Mar.25 (c)	Diferencias (pbs)	
				(c) - (b)	(c) - (a)
Estados Unidos	3,88	4,57	4,25	-33	37
Alemania	2,02	2,36	2,76	40	74
Francia	2,56	3,19	3,46	27	91
Italia	3,69	3,52	3,88	36	19
España	2,98	3,06	3,41	35	43
Grecia	3,05	3,22	3,58	36	52
Reino Unido	3,53	4,56	4,72	15	119
Japón	0,61	1,09	1,52	43	91
Brasil	10,37	15,16	14,83	-33	446
Colombia	9,96	11,88	11,85	-3	190
Chile	5,40	6,00	5,86	-14	46
México	8,94	10,42	9,42	-100	49
Perú	6,68	6,63	6,42	-20	-25
Sudáfrica	11,37	10,31	10,58	26	-80
India	7,17	6,76	6,63	-14	-55
Turquía	23,66	26,81	30,27	346	661
China	2,56	1,68	1,85	18	-71
Corea del Sur	3,18	2,87	2,81	-7	-37
Indonesia	6,45	6,97	7,17	20	71
Tailandia	2,68	2,25	2,04	-22	-64
Malasia	3,73	3,81	3,74	-8	1
Filipinas	5,94	6,05	5,94	-11	0

* Elaborado al 21 de marzo de 2025.
Fuente: Reuters.

En Japón, contra la tendencia global, los rendimientos estuvieron al alza tras un aumento de 25 pbs. del Banco de Japón en las tasas de interés durante el periodo analizado. El

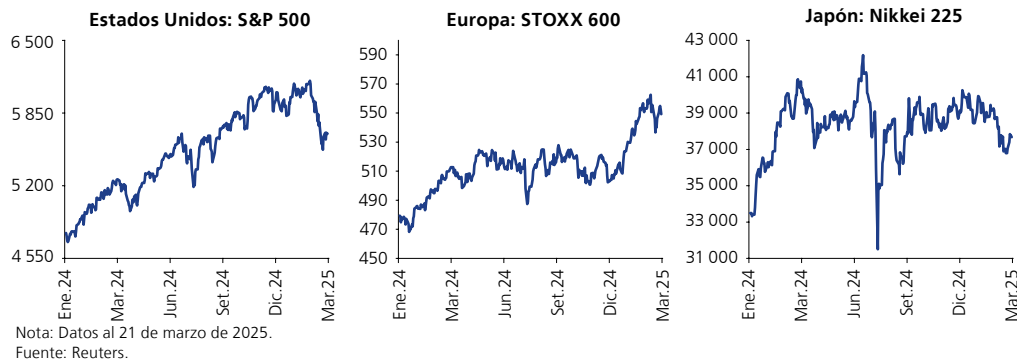


banco central señaló que el ajuste de la política monetaria podría continuar si las presiones inflacionarias persisten.

En Latinoamérica, varios rendimientos disminuyeron luego del aumento observado en el último trimestre de 2024. Se destaca la evolución del rendimiento de México que, luego de cerrar 2024 en 10,4 por ciento, registró una disminución sustancial en el contexto de una reducción parcial de las tensiones con EUA en materia arancelaria y migratoria.

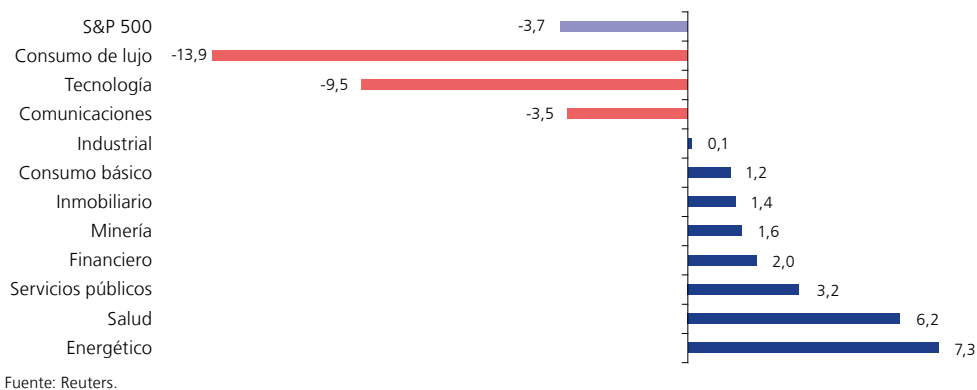
24. En los mercados de renta variable, las acciones de EUA subieron durante enero y hasta la tercera semana de febrero apoyadas en diversos resultados corporativos positivos y optimismo en torno a la política tributaria y a la desregulación de algunas actividades (como las del sector energético y financiero). Ello llevó a los principales índices bursátiles de EUA a alcanzar nuevos máximos históricos.

Gráfico 28
ÍNDICES BURSÁTILES



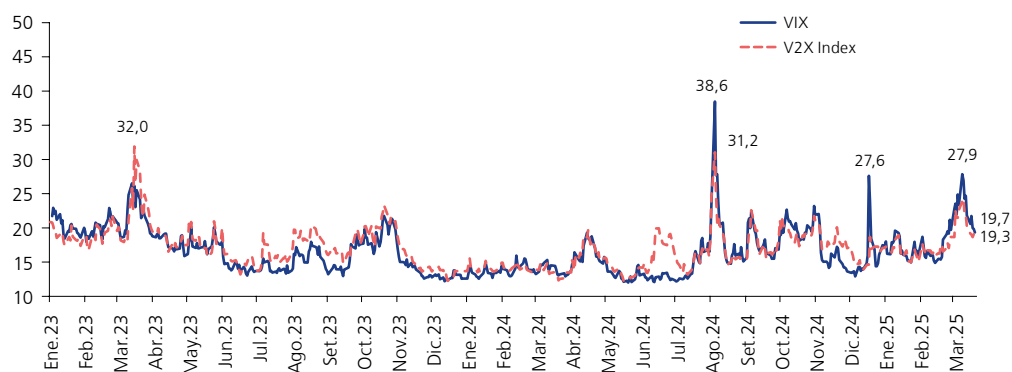
Sin embargo, los inversionistas posteriormente tomaron ganancias tras eventos particulares en lo que va del año que incrementaron la aversión al riesgo. El lanzamiento del modelo de inteligencia artificial R1 por parte de la firma china DeepSeek afectó a las empresas tecnológicas de EUA. A ello se sumó las perspectivas más inciertas de las empresas para 2025 producto de las tensiones comerciales. De esta forma, las acciones estadounidenses culminaron con retrocesos durante el primer trimestre. Destacaron las caídas de las acciones de consumo de lujo, tecnológicas y de comunicaciones que empañaron el buen desempeño de los demás sectores (algunas de estas últimas estuvieron impulsadas por las propuestas de menor regulación).

Gráfico 29
DESEMPEÑOS DE LOS SECTORES DEL ÍNDICE BURSÁTIL S&P 500: MAR.25 / DIC.24
(En porcentaje)



Asimismo, se apreció un cierto rebalanceo desde activos de EUA hacia otras plazas, como las bolsas europeas o de países emergentes que tuvieron un menor desempeño durante 2024. Es de destacarse que se observó un mayor incremento de la aversión al riesgo en el mercado bursátil estadounidense frente al europeo: el aumento del índice VIX (índice de volatilidad de la bolsa de Estados Unidos) fue más pronunciado que el del índice V2X (bolsa de la eurozona).

Gráfico 30
**ÍNDICES DE VOLATILIDAD: VIX (BOLSA DE EUA)
 Y V2X (BOLSA DE LA EUROZONA)**



Fuente: Reuters.

En cuanto a las bolsas en América Latina, varias subieron apoyadas por los mayores precios de los metales y políticas monetarias expansivas, mientras que otras se recuperaron de las fuertes caídas vistas durante el cuarto trimestre.

Cuadro 10
BOLSAS MUNDIALES*
 (En índices)

		Dic.23 (a)	Dic.24 (b)	Mar.25 (c)	Var. %	
					(c) / (b)	(c) / (a)
VIX**	S&P 500	12,45	17,35	19,27	1,9	6,8
Estados Unidos	Dow Jones	37 690	42 544	41 985	-1,3	11,4
Estados Unidos	S&P 500	4 770	5 882	5 668	-3,6	18,8
Estados Unidos	Nasdaq	15 011	19 311	17 784	-7,9	18,5
Alemania	DAX	16 752	19 909	22 892	15,0	36,7
Francia	CAC 40	7 543	7 381	8 043	9,0	6,6
Italia	FTSE MIB	30 352	34 186	39 036	14,2	28,6
España	IBEX 35	10 102	11 595	13 350	15,1	32,2
Grecia	ASE	1 293	1 470	1 697	15,5	31,2
Reino Unido	FTSE 100	7 733	8 173	8 647	5,8	11,8
Japón	Nikkei 225	33 464	39 895	37 677	-5,6	12,6
Brasil	Ibovespa	134 185	120 283	132 191	9,9	-1,5
Colombia	COLCAP	1 195	1 380	1 609	16,6	34,6
Chile	IPSA	6 198	6 710	7 586	13,1	22,4
México	IPC	57 386	49 513	52 657	6,4	-8,2
Argentina	Merval	929 704	2 533 635	2 433 538	-4,0	161,8
Perú	Ind. Gral.	25 960	28 961	30 363	4,8	17,0
Sudáfrica	JSE	76 893	84 095	89 519	6,4	16,4
India	Nifty 50	21 731	23 645	23 350	-1,2	7,5
Turquía	XU100	7 470	9 831	9 045	-8,0	21,1
China	Shangai C.	2 975	3 352	3 365	0,4	13,1
Corea Del Sur	KOSPI	2 655	2 399	2 643	10,2	-0,5
Indonesia	JCI	7 273	7 080	6 258	-11,6	-14,0
Tailandia	SET	1 416	1 400	1 187	-15,3	-16,2
Malasia	KLCI	1 455	1 642	1 505	-8,3	3,5
Filipinas	Psei	6 450	6 529	6 267	-4,0	-2,8

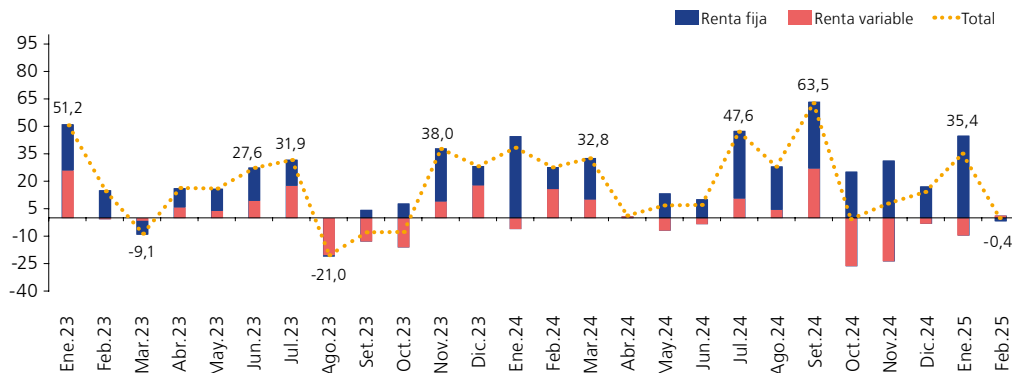
* Elaborado al 21 de marzo de 2025.

** Los datos y las variaciones están expresados en puntos.
 Fuente: Reuters.



25. Se registraron ingresos de flujos de capitales de inversionistas no residentes hacia economías emergentes en los dos primeros meses de 2025. Gran parte de ello entraron a activos de renta fija, en particular, durante enero.

Gráfico 31
FLUJOS DE CAPITALES DE NO RESIDENTES A MERCADOS EMERGENTES
 (Miles de millones de USD)



Nota: los datos positivos (negativos) implican una entrada (salida) neta de capitales a mercados emergentes. El dato de febrero 2025 es estimado. Fuente: IIF.

Precios de los *commodities*

26. En enero y febrero, los precios de la mayoría de *commodities* estuvieron ligeramente presionados al alza. Así, el índice de metales de la Bolsa de Londres (LME) aumentó 4,6 por ciento respecto a diciembre mientras que el Índice CRB—que comprende metales, alimentos y energía—lo hizo en 0,5 por ciento.

Gráfico 32
ÍNDICE DE COMMODITIES LME Y CRB



Fuente: Reuters.

En el caso de los **metales industriales**, a excepción del zinc, el aumento se explica básicamente por la persistencia de las restricciones de oferta y por las regulaciones ambientales más estrictas. Por el lado de la demanda, influyó la depreciación del dólar y una mejora de la actividad manufacturera mejor a la esperada en China. En el caso del

oro, la cotización alcanzó un máximo histórico en un contexto de mayor demanda como activo financiero proveniente de las ETF y de los bancos centrales.

Por su parte, la cotización del **petróleo** se mantuvo volátil debido a los elevados riesgos geopolíticos y económicos. Los temores sobre las restricciones de oferta en Irán compensaron las expectativas de una mayor oferta proveniente de EUA tras el anuncio de menores regulaciones en el mercado y menores compromisos medioambientales. En el caso de los alimentos, a las condiciones climáticas desfavorables—con heladas en el norte y sequías—se sumó la mayor demanda de la industria de biodiesel.

Sin embargo, al cierre del presente Reporte, los mercados se han visto afectados por las tensiones comerciales. A los aranceles aplicados por EUA sobre las importaciones provenientes de China, México y Canadá, se suman las medidas aplicadas directamente a productos como el acero y el aluminio. Asimismo, se ha iniciado una investigación que podría culminar en la imposición de arancel a las importaciones de cobre y subproductos. Esto último ha generado una prima en los precios del COMEX frente al LME.

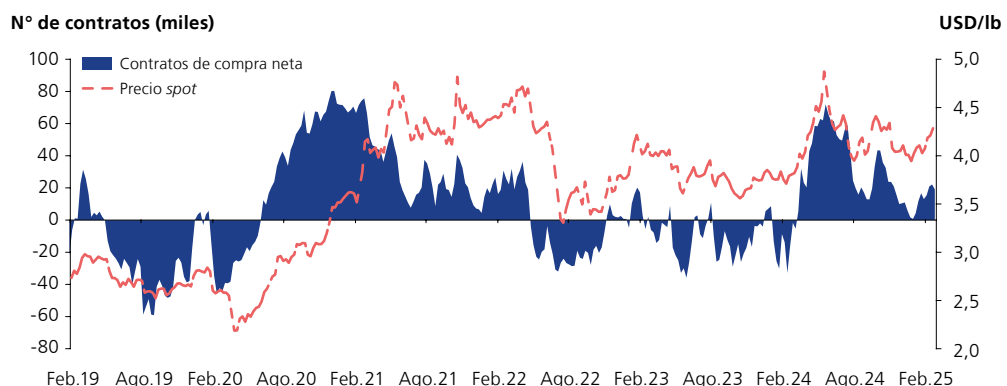
Cobre

- La cotización promedio del cobre aumentó 5 por ciento en los primeros dos meses del año, al pasar de USD/lb. 4,04 en diciembre de 2024 a USD/lb.4,22 en febrero de 2025. Este incremento se produce luego que la cotización del cobre se incrementó 6 por ciento en 2024.

La cotización del cobre aumentó por las expectativas de una recuperación de la demanda china, respaldada por el último paquete de estímulo, la recuperación de la manufactura y las restricciones de oferta de concentrados a nivel global y de refinados en China (el gobierno impuso restricciones a la fundición de cobre debido al exceso de capacidad en la industria).

A finales de febrero, la administración de EUA inició una investigación sobre el cobre ante la dependencia de las importaciones en EUA. Esto ha generado un diferencial de precios entre la cotización del mercado norteamericano (COMEX) y el de Londres (LME)— que anticiparía la imposición de un arancel de alrededor de 10 por ciento— y un aumento en las posiciones especulativas.

Gráfico 33
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.





Estos desarrollos en el precio son consistentes con un déficit global para 2025, luego de que en 2024 se registrara un superávit de 301 mil toneladas, menor a las 469 mil toneladas estimadas en octubre. El déficit previsto para 2025 tiene como principal factor la menor producción de concentrados y refinados.

Cuadro 11
OFERTA Y DEMANDA DE COBRE REFINADO 1/
(Miles de toneladas métricas de cobre)

	2020	2021	2022	2023	2024
Producción Minera Global	20 743	21 265	21 922	22 383	22 913
Producción Global de Refinados (Primaria y Secundaria)	24 621	24 900	25 273	26 503	27 633
Utilización Global de Refinados	24 948	25 211	25 830	26 556	27 332
Balance de Refinados 2/	-327	-311	-557	-52	301

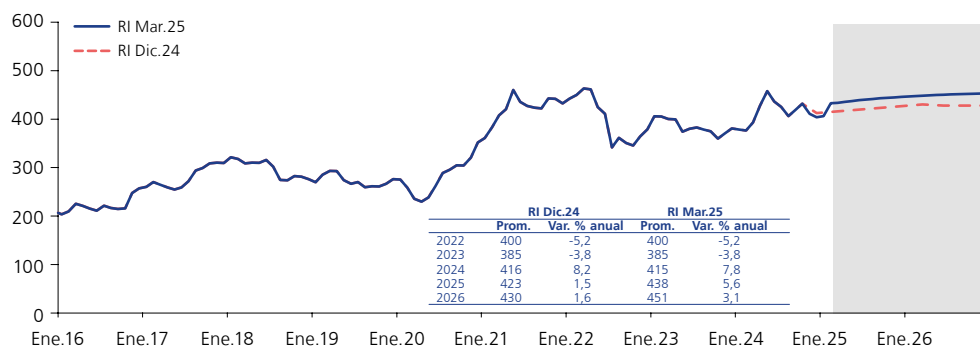
1/ El balance de refinados se calcula como la resta entre la producción global de refinados (oferta) y su uso (demanda).

2/ Reporte mensual del ICSG de febrero de 2025.

Fuente: ICSG.

En este contexto, la proyección del precio del cobre se revisó al alza respecto a la estimación del Reporte de Inflación de diciembre. La proyección toma como referencia los precios de los futuros de COMEX y, en tal sentido, estarían influidos por las expectativas de la aplicación de un arancel por parte de EUA. Adicionalmente, existe el riesgo de un escalamiento de las tensiones comerciales que afecte el crecimiento global y de una desaceleración de China por encima de lo esperado.

Gráfico 34
COBRE: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
(ctv. USD/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Zinc

28. La cotización internacional promedio del zinc se redujo en 6 por ciento en los últimos dos meses, pasando de USD/lb. 1,38 en diciembre de 2024 a USD/lb. 1,29 en febrero de 2025. La cotización del zinc acumuló un incremento de 21 por ciento en 2024.

La caída en la cotización del zinc durante los dos primeros meses del año ha estado influenciada por diversos factores, principalmente por la incertidumbre en la demanda y el contexto macroeconómico global. En particular, las tensiones comerciales, especialmente entre EUA y China que han generado preocupaciones sobre la demanda de China (el

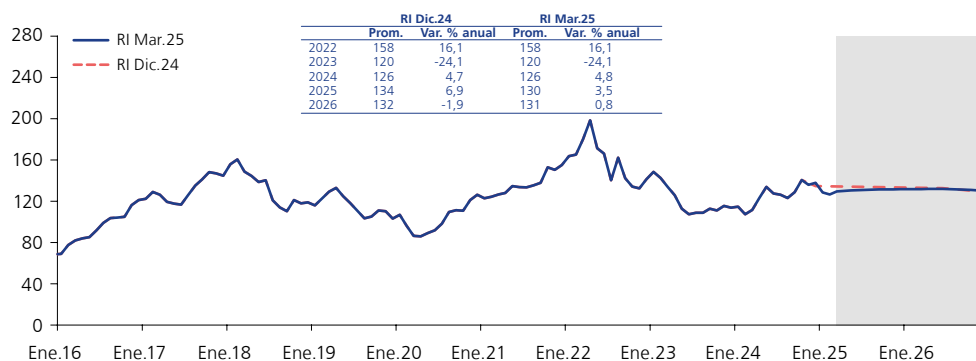
mayor consumidor mundial de este metal). En el mismo sentido, el arancel del 25 por ciento impuesto por EUA a todas las importaciones de acero ha reducido la demanda de zinc, un metal esencial para la fabricación de acero galvanizado. También ha influido la baja demanda de Europa (por el menor dinamismo en los sectores de la construcción, la producción automotriz y la siderurgia) y de China (ante la persistencia de los problemas en el sector inmobiliario).

Por otro lado, los inventarios de zinc han aumentado significativamente en la Bolsa de Metales de Londres (LME), lo que indica una mayor disponibilidad del metal en el mercado. Aunque las existencias han caído ligeramente desde su punto máximo en febrero de 2024, siguen siendo elevadas lo que también ejerce presión a la baja sobre los precios.

Estos factores a la baja estuvieron limitados por restricciones de oferta ante la menor producción de concentrado de zinc, la cual cayó por tercer año consecutivo en 2024 y por la desaceleración esperada de la producción de la mina Red Dog en Alaska (responsable del 10 por ciento de la producción mundial) para 2025 ante el agotamiento de sus reservas.

En línea con estos desarrollos, se revisa ligeramente a la baja el precio del zinc para 2025, respecto a lo proyectado en diciembre. Siguen existiendo riesgos a la baja por la posibilidad de una caída aún menor en la demanda debido a las políticas comerciales de EUA. Por el contrario, un riesgo al alza es que se presenten mayores interrupciones en la capacidad de las minas, debido a las crecientes presiones de costos que enfrentan las empresas mineras.

Gráfico 35
ZINC: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
(ctv. USD/lb.)



Fuente: Reuters y BCRP.

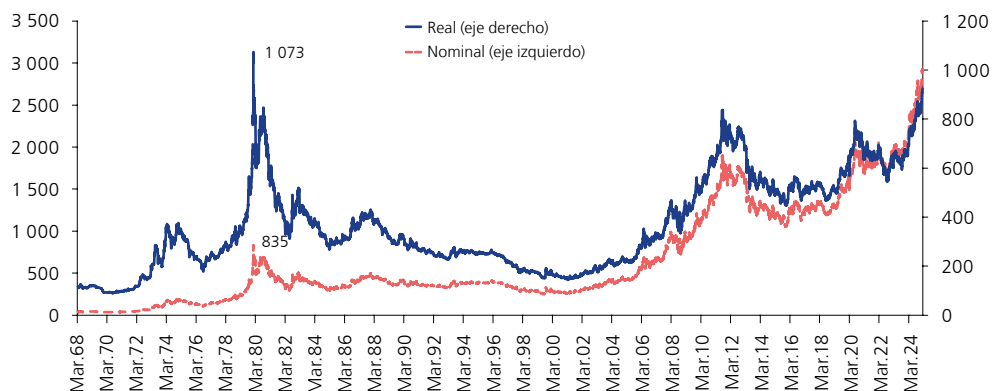
Oro

- La cotización promedio del **oro** aumentó 10 por ciento en los últimos dos meses, alcanzando un nivel de USD/oz.tr. 2 896 en febrero de 2025. De esta forma, continúa con la tendencia al alza registrada en 2024. Este incremento se produce después que la cotización del oro acumuló un aumento de 30 por ciento en 2024.

En los últimos dos meses, la cotización nominal del oro aumentó hasta alcanzar un máximo histórico de USD/oz.tr. 2 952 el 24 de febrero, aunque, en términos reales, se encuentra aún por debajo del máximo alcanzado en enero de 1980.



Gráfico 36
COTIZACIÓN DEL ORO EN TÉRMINOS REALES Y NOMINALES*
(USD/oz.tr.)



*Información al 12 de marzo, serie deflactada con el IPC de EUA (1982-84=100)
Fuente: Reuters.

El incremento del precio del oro se explica principalmente por el aumento en la demanda de los inversionistas y las compras de reservas por parte de los bancos centrales (en los últimos 3 años representó alrededor del 25 por ciento de la demanda). Esta demanda se vio favorecida por la alta aversión al riesgo —ante la incertidumbre en torno a la política comercial de EUA y los eventos geopolíticos a nivel global— y por la depreciación del dólar en lo que va del año.

La demanda proveniente de los inversionistas se reflejó en un continuo crecimiento de las entradas de fondos cotizados en bolsa (ETF). En enero de 2025, los ETF globales de oro con respaldo físico registraron entradas netas por USD 3 mil millones, según el Consejo Mundial del Oro; destacaron las compras de Europa, en particular de Alemania y Reino Unido. Al final de enero, los activos bajo gestión alcanzaron un récord de USD 294 mil millones.

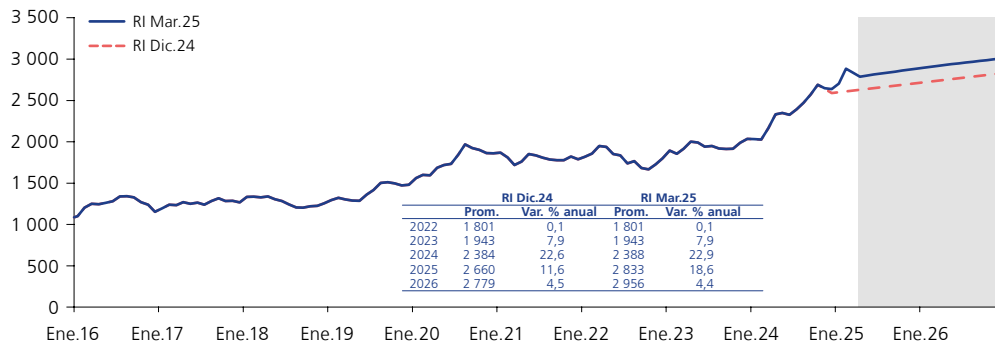
Respecto a la demanda de los bancos centrales, destacan las compras de China que elevó su participación del oro dentro de sus reservas internacionales a 6 por ciento en enero de 2025 (en julio de 2024 fue del 5 por ciento). De este modo, continúa con la tendencia al alza observada en los últimos años.

En línea con los datos ejecutados, se revisa al alza la proyección del precio del oro respecto al Reporte de Inflación previo. Se prevé un alza, aunque está sujeta a un alto grado de incertidumbre.

Dentro de los principales riesgos a la baja se encuentran: (i) los altos niveles actuales de la cotización y las expectativas de una política monetaria menos flexible por parte de la Fed que disminuirían las presiones sobre la demanda; y (ii) la debilidad del yuan y la rupia india que podrían afectar la demanda por joyería, demanda que, además, se vería afectada por el menor crecimiento previsto para China e India durante el horizonte de proyección.

Por otro lado, los riesgos al alza son: (i) un aumento de las tensiones globales, tanto comerciales como geopolíticas y (ii) recomposiciones adicionales en el portafolio de los bancos centrales, en particular de las economías emergentes.

Gráfico 37
ORO: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
 (USD/oz.tr.)



Fuente: Reuters y BCRP.

Gas

30. En los dos últimos meses, la cotización promedio del **gas natural** Henry Hub aumentó 10 por ciento. Esta alza le sigue a un incremento acumulado de 34 por ciento en 2024. En el mismo sentido, la cotización correspondiente al mercado de Europa (*UK BNP*) se incrementó en 9 por ciento en los últimos dos meses, luego de un alza acumulada de 13 por ciento en 2024. 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.

El incremento en el precio del gas natural Henry Hub en EUA en los primeros meses del año se asoció a las temperaturas por debajo del promedio en gran parte de los EUA que provocaron un aumento significativo en la demanda de calefacción y, en consecuencia, un mayor consumo de gas natural. Además, la producción de gas natural experimentó una leve disminución principalmente en enero debido a las heladas. Todo ello se reflejó en una reducción significativa de los inventarios.

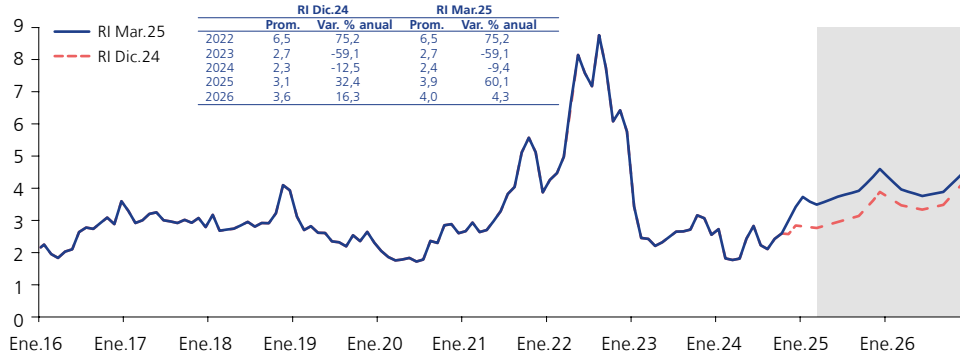
Por su parte, el alza de la cotización del gas natural en Europa se asoció tanto a la mayor demanda como consecuencia de un clima más frío como a la demanda para recomposición de los inventarios. Asimismo, el aumento de las exportaciones de gas natural licuado (GNL), desde EUA hacia Asia, provocó una menor disponibilidad en el mercado europeo.

Para el horizonte de proyección, el precio promedio del gas natural Henry Hub se ha revisado al alza. Esta revisión guarda relación con la ejecución reciente y con las perspectivas de una demanda sólida (en particular en Asia); ello en un contexto de un mercado ajustado y con bajos inventarios globales.

Los riesgos a esta proyección central son mayoritariamente a la baja si es que se reducen las tensiones en Oriente Medio y en Ucrania. Asimismo, existen perspectivas de una mayor capacidad de producción de GNL en EUA en línea con las propuestas de desregulación del sector y con los cambios respecto a los compromisos medioambientales adoptados previamente. A nivel global, la demanda sigue siendo robusta, especialmente en Asia, aunque los precios elevados dificultan un cambio sustancial del carbón al gas en algunos mercados.



Gráfico 38
GAS NATURAL HENRY HUB: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
 (USD/MBTU)



Fuente: Reuters y BCRP.

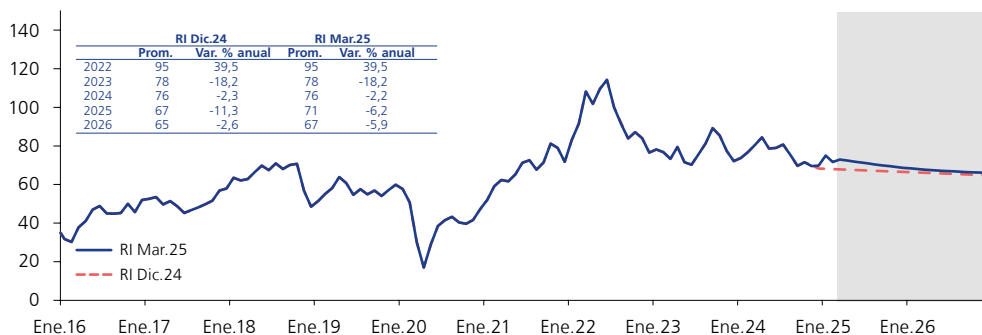
Petróleo

31. En los dos últimos meses, la cotización promedio del **petróleo** WTI se incrementó en 2 por ciento, (pasó de USD/bl. 70 en diciembre a USD/bl.72 en febrero de 2025). Con ello revierte, sólo parcialmente, la caída de 3 por ciento registrada durante 2024.

El ligero incremento se explica por las restricciones en la oferta y factores geopolíticos, como la reducción de las exportaciones iraníes por sanciones de Estados Unidos y la extensión de los recortes de producción de los países productores de la OPEP+ hasta 2026. A esto se suman los menores conteos de plataformas y reservas estratégicas, lo que aumenta el riesgo de un déficit de suministro. En EUA, las políticas a favor de las energías fósiles han favorecido las expectativas de un mayor consumo.

Estas presiones al alza fueron limitadas por un incremento gradual en la producción estadounidense, impulsado por la flexibilización regulatoria de la administración Trump, y la lenta reversión de los recortes de la OPEP+ a partir de 2025 que han contribuido a una mayor disponibilidad de crudo. Además, la desaceleración del crecimiento de la demanda en China y el uso de gas natural licuado, han reducido la presión alcista sobre los precios.

Gráfico 39
PETRÓLEO WTI: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
 (USD/bl)



Fuente: Reuters y BCRP.

Para el horizonte de proyección, la cotización promedio del petróleo se ha revisado al alza respecto al Reporte de Inflación de diciembre, ante las perspectivas de un mercado ajustado por restricciones en la oferta y presiones geopolíticas. La OPEP+ continuará con su política de reducción de producción hasta finales de 2026, mientras que la administración de EUA anunció que aplicará sanciones adicionales a Irán, lo que reducirá sus exportaciones.

Alimentos

- 32. Los precios de los productos agrícolas aumentaron en los primeros meses del año,** por la percepción de un mercado de cereales más ajustado en la temporada 2024/25. Esta perspectiva responde en gran medida por la incertidumbre climática que generó el Fenómeno La Niña y que afectó las perspectivas de producción en diversas regiones productoras, particularmente en el denominado “cinturón de maíz” de EUA, donde las lluvias excesivas y las inundaciones han dañado los cultivos. Además, dicho fenómeno ha impactado la producción de trigo en Argentina, aunque, en compensación, otras áreas como Australia han registrado cosechas abundantes a raíz de este fenómeno.

Estos choques de oferta están acompañados de una sólida demanda global de granos, especialmente por parte de países en desarrollo y en los mercados de biocombustibles en algunas economías desarrolladas. El aumento en la producción de biodiésel —especialmente en países como EUA, Canadá y, además, Brasil— ha tenido un impacto directo en la demanda de materias primas como el aceite de soya y el aceite de maíz.

En este contexto, la proyección de la mayoría de los precios de los alimentos se revisa al alza, aunque existe bastante incertidumbre en el horizonte de proyección. Asimismo, existen varios factores de riesgo e incertidumbre asociados a los conflictos en Ucrania (que afecta directamente la oferta de granos) y en Medio Oriente (que impacta en el mercado a través del precio del petróleo). Asimismo, de mantenerse las medidas retaliatorias de China a las importaciones de EUA, la demanda por granos experimentaría un descenso y una desviación hacia otros mercados, como sucedió durante la guerra comercial de 2018-2019.

- (a) El precio del **maíz** se incrementó en 10 por ciento en los primeros dos meses del año, alcanzando una cotización promedio mensual de USD/TM 180 en febrero de 2025. Este incremento ocurre luego de la caída de 4 por ciento que acumuló la cotización del maíz en 2024.

La cotización del maíz aumentó en los últimos dos meses por una combinación de factores. Por el lado de la oferta, destacan la disminución de los rendimientos en EUA y Argentina debido a condiciones climáticas adversas y el retraso de la segunda cosecha en Brasil. Por el lado de la demanda, destaca el uso del maíz para la industria de etanol en Brasil.

En este contexto, los inventarios globales han alcanzado su nivel más bajo en cuatro años, con una caída del 16 por ciento en las existencias de los principales exportadores.

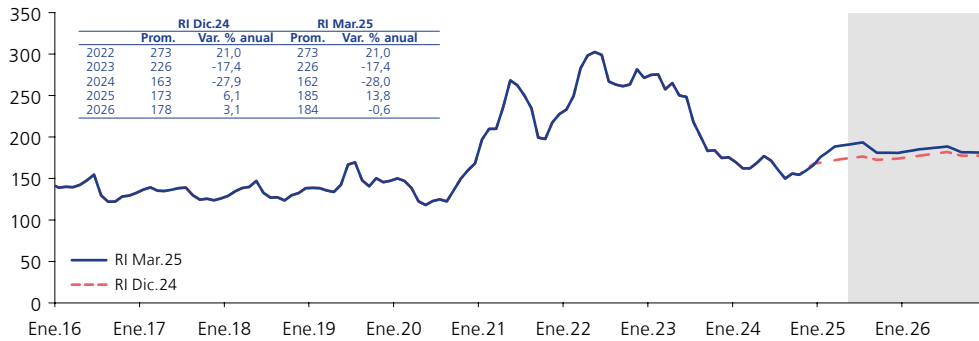
Las recientes tarifas impuestas por el gobierno de EUA a México, el principal importador de maíz estadounidense, podrían generar represalias comerciales que afecten las exportaciones de maíz, exacerbando la volatilidad del mercado.

En este contexto, se revisó al alza la proyección del precio del maíz respecto a al Reporte de Inflación de diciembre por las previsiones de un mercado mundial más



ajustado. Sin embargo, se mantienen factores de incertidumbre que, en un contexto de bajos inventarios, podrían generar variaciones en los precios. Por el lado de la oferta, la incertidumbre radica en cómo se desarrollen los conflictos geopolíticos y cómo estos afecten la oferta del mar Negro y los precios del petróleo. Por el lado de la demanda, no se descarta que México, el principal importador de maíz de EUA, aplique aranceles al maíz como parte de la retaliación en el marco de la guerra comercial.

Gráfico 40
MAÍZ: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
 (USD/TM)

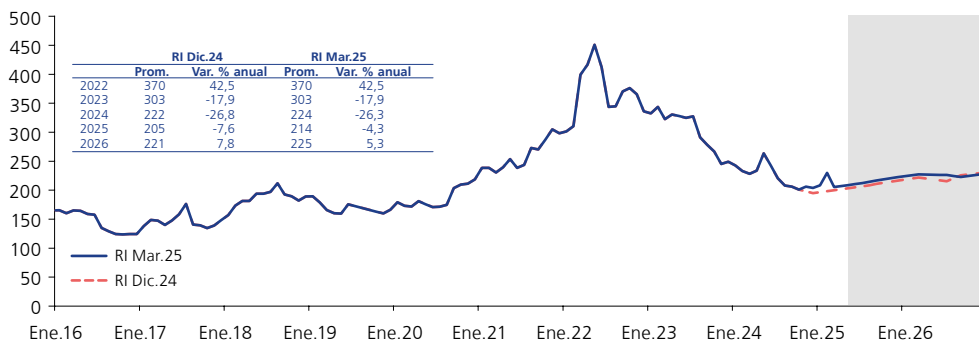


Fuente: Reuters y BCRP.

- (b) La cotización del **trigo** se incrementó 12 por ciento en los primeros dos meses del año, pasando de USD/TM 203 en diciembre de 2024 a USD/TM 227 en febrero de 2025. Cabe señalar que el trigo acumuló una caída de 18 por ciento respecto a diciembre de 2023 debido a una abundante oferta (en particular de Rusia).

La cotización del trigo aumentó en los últimos dos meses debido a las condiciones climáticas adversas en Rusia, el mayor exportador mundial de trigo, que han afectado negativamente la cosecha de 2025, con daños por heladas. Asimismo, los inventarios de trigo en los principales países exportadores —como la Unión Europea, Rusia, Argentina y EUA— se encuentran más ajustados de lo habitual, debido a una combinación de menores cosechas y un aumento en el consumo global.

Gráfico 41
TRIGO: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
 (USD/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.

Durante el horizonte de proyección, el precio del trigo se revisa ligeramente al alza respecto a las cotizaciones proyectadas en el Reporte de Inflación de diciembre. Ello recoge los datos ejecutados y la previsión de que los precios encuentren soporte en los bajos inventarios.

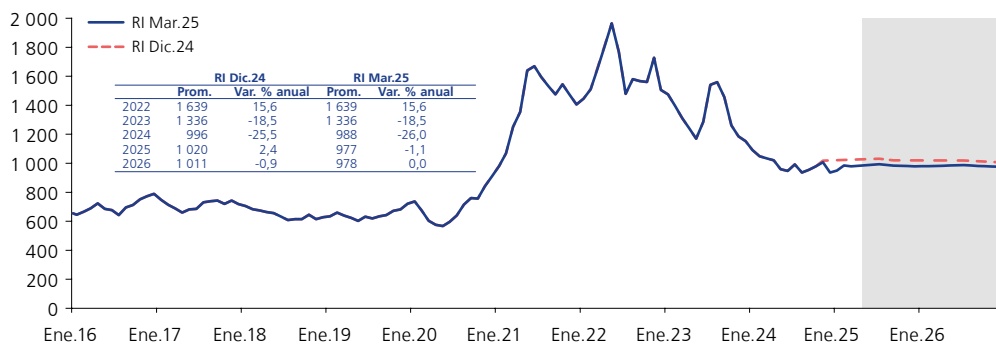
Los riesgos a este escenario introducen un sesgo al alza sobre este escenario base. La proyección de una menor cosecha en Rusia, junto con condiciones climáticas desfavorables que amenazan la producción de invierno, podría limitar aún más la oferta. En sentido opuesto, las tensiones comerciales, y las posibles medidas retaliatorias que de ella se deriven, podrían generar desviaciones de comercio que afecten la demanda por el grano de EUA.

- (c) La cotización del **aceite de soya** promedió USD/TM 907 en febrero de 2025, menor en 3 por ciento respecto a la cotización de USD/TM 933 de diciembre de 2024. La cotización del aceite de soya acumuló una caída de 19 por ciento en diciembre de 2024 respecto a diciembre de 2023.

La cotización del aceite de soya disminuyó por las expectativas de una cosecha récord de soya en Brasil. Los informes más recientes de la Conab y el USDA coinciden en que Brasil alcanzará una producción histórica sin precedentes en la temporada 2024/2025, superando el récord logrado en 2022/2023. Sin embargo, la caída estuvo limitada por la mayor demanda de la industria de biodiesel en EUA, demanda que se vio favorecida por la incertidumbre en torno al mercado del petróleo. Estas presiones de demanda también se reflejaron en una caída significativa de los inventarios que alcanzan niveles históricamente bajos.

Considerando estos desarrollos recientes, se proyecta que los precios coticen ligeramente por debajo de la estimación del Reporte de Inflación anterior. Al igual que en otros alimentos y materias primas, el principal riesgo en esta proyección se relaciona a la incertidumbre sobre la política comercial de EUA (la demanda podría verse favorecida en caso se implemente aranceles a bienes sustitutos como el aceite de canola proveniente de Canadá) y sobre la evolución futura del precio del petróleo (donde la posibilidad de que la OPEP+ elimine gradualmente los recortes de oferta contribuirían a la caída en el precio). También existe la posibilidad de una mayor producción en Sudamérica.

Gráfico 42
ACEITE DE SOYA: ENERO 2016 - DICIEMBRE 2026
(USD/TM)



Fuente: Reuters y BCRP.





II. Balanza de pagos

Términos de intercambio y balanza comercial de bienes

33. Los **términos de intercambio** se incrementaron en 10,4 por ciento entre 2023 y 2024. El alza se debió, en mayor medida, a un aumento de los **precios de exportación** (7,8 por ciento), principalmente de productos mineros como el cobre, el oro y el zinc; así como de productos no tradicionales de los sectores agropecuario y pesquero. Las cotizaciones más altas de metales estuvieron motivadas por una mayor demanda de minerales críticos para la transición energética, una continua escasez de concentrados, mayores compras de activos refugio por riesgos geopolíticos y la flexibilización monetaria de los principales bancos centrales. En tanto, la evolución favorable de los precios de agroexportación no tradicional se explicó por las condiciones climáticas adversas ocurridas en 2023, que provocaron una menor oferta en el mercado mundial.

El incremento de los precios de exportación fue acompañado por una disminución de los **precios de importación** (-2,3 por ciento), producto de una caída generalizada del precio de los insumos importados, siendo el petróleo y sus derivados el grupo que tuvo mayor impacto en el índice promedio. Estos precios se vieron afectados por una oferta de petróleo que se mantuvo estable, con un crecimiento sostenido de la producción en Estados Unidos; perspectivas de menor demanda de este insumo energético en China, Estados Unidos y Europa; abundancia de inventarios y buenas cosechas de trigo y maíz en Estados Unidos, Argentina, Brasil, Rusia y Ucrania; así como por el establecimiento de un corredor marítimo temporal en el mar Negro que garantizó el flujo de granos y cereales.

Se proyecta que los términos de intercambio de 2025 crezcan a una tasa de 4,4 por ciento, lo que representa una importante revisión al alza respecto al nulo crecimiento previsto en el Reporte previo. Este cambio en la proyección se sustenta principalmente en las perspectivas de un crecimiento de los precios de exportación más alto que lo esperado en diciembre (de 1,0 a 4,9 por ciento), fundamentalmente de oro y cobre, y de productos no tradicionales. La corrección en las cotizaciones de dichos metales se encuentra en línea con las presiones al alza registradas en los primeros meses del año, las cuales responden a la persistencia de restricciones de oferta y regulaciones ambientales más estrictas, en un contexto de riesgos comerciales crecientes.

En menor medida contribuyó la corrección a la baja del crecimiento de los precios de importación (de 1,0 a 0,6 por ciento) producto de una moderación esperada del aumento de precios de insumos industriales, en línea con la evolución observada en meses recientes.

Para 2026, el crecimiento de los términos de intercambio se revisó levemente al alza (de 0,0 a 0,1 por ciento) debido a un menor crecimiento esperado de los precios de importación, particularmente la mayor reducción del petróleo. Esta proyección se

encuentra en línea con la evolución de las principales cotizaciones internacionales y la menor inflación mundial esperada.

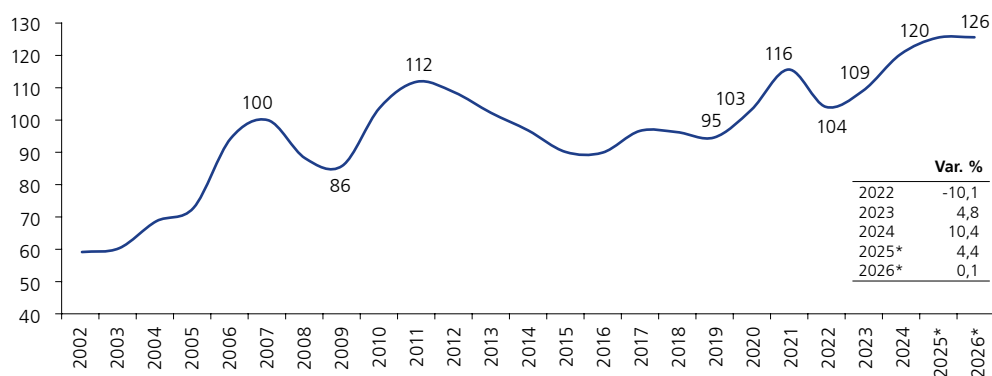
Cuadro 12
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO: 2023-2026

	2023	2024	2025*		2026*	
			RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
Términos de intercambio						
<i>Var % anual (promedio)</i>	4,8	10,4	0,0	4,4	0,0	0,1
Precios de Exportaciones						
<i>Var % anual (promedio)</i>	-2,4	7,8	1,0	4,9	1,8	1,7
<i>Cobre (ctv USD por libra)</i>	385	415	423	438	430	451
<i>Zinc (ctv USD por libra)</i>	120	126	134	130	132	131
<i>Plomo (ctv USD por libra)</i>	97	94	93	90	96	93
<i>Oro (USD por onza)</i>	1 943	2 388	2 660	2 833	2 779	2 956
Precios de Importaciones						
<i>Var % anual (promedio)</i>	-6,9	-2,3	1,0	0,6	1,8	1,5
<i>Petróleo (USD por barril)</i>	78	76	67	71	65	67
<i>Trigo (USD por TM)</i>	303	224	205	214	221	225
<i>Maíz (USD por TM)</i>	226	162	173	185	178	184
<i>Aceite de Soya (USD por TM)</i>	1 336	988	1 020	977	1 011	978

* Proyección.
Fuente: BCRP.

Al final del horizonte de proyección, el índice de los términos de intercambio se establecería en 126 (100 en 2007), el nivel más alto registrado desde 1951.

Gráfico 43
TÉRMINOS DE INTERCAMBIO, 2002-2026
(índice 100 = 2007)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

34. El superávit de la **balanza comercial de bienes** alcanzó los USD 23 821 millones en 2024, monto superior en USD 6 143 millones al registrado en el año previo. La expansión anual respondió fundamentalmente a un aumento de USD 8 398 millones (12,4 por ciento) del valor exportado, el cual se explicó por precios promedio de exportación más elevados y por el incremento de los volúmenes exportados de oro y harina de pescado. Dicho incremento superó ampliamente a la expansión de

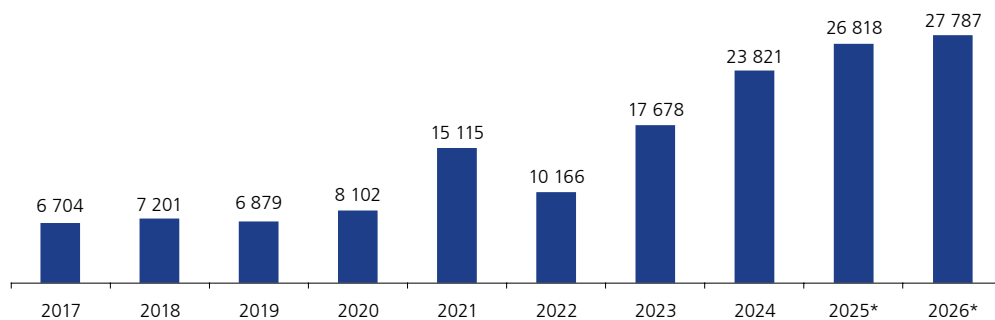


USD 2 255 millones (4,5 por ciento) de las importaciones, que fue impulsado por los mayores volúmenes importados de insumos y bienes de capital, consistente con la recuperación de la actividad económica.

El incremento de las exportaciones se debió a las cotizaciones más altas de productos mineros como el cobre, oro y zinc; así como al crecimiento de los volúmenes embarcados de oro, harina y aceite de pescado. La disminución de los volúmenes exportados de cobre y zinc y la caída del precio de la harina de pescado fueron factores limitantes en el dinamismo de las exportaciones.

En contraste, el aumento del valor de las importaciones se debe a la mayor demanda de insumos industriales, tales como plásticos, abonos y textiles; y, en menor medida, de los mayores volúmenes importados de petróleo, trigo y maíz. Esta dinámica fue atenuada por una caída de los precios de insumos importados, entre los que destacan los derivados del petróleo, el maíz, hierro y acero.

Gráfico 44
BALANZA COMERCIAL DE BIENES, 2017-2026
(Millones de USD)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

Se espera que el superávit de la balanza comercial mantenga una tendencia creciente a lo largo del horizonte de proyección, alcanzando los niveles de USD 26 818 millones en 2025 y USD 27 787 millones en 2026. Estas cifras representan una revisión al alza respecto a lo esperado en diciembre, la cual se sustenta en la corrección de las perspectivas de los términos de intercambio; y, en menor magnitud, en los mayores volúmenes exportados de productos mineros.

Resultados de las cuentas externas

35. La **balanza de pagos** de 2024 mostró un superávit de la cuenta corriente por USD 6 337 millones (2,2 por ciento del PBI) y una entrada neta de capitales en la cuenta financiera por USD 1 596 millones (0,6 por ciento del PBI). El superávit en cuenta corriente fue mayor en USD 4 500 millones al de 2023, mientras que la cuenta financiera revirtió la salida neta de capitales observada en dicho año (USD 1 309 millones). Estos flujos se tradujeron en una mayor acumulación de reservas internacionales por USD 7 954 millones (2,7 por ciento del PBI).

Cuadro 13
BALANZA DE PAGOS
(Millones de USD)

	2024	2025*		2026*	
		RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
I. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	6 337	3 536	6 028	4 712	7 182
<i>Porcentaje del PBI</i>	2,2	1,2	1,9	1,5	2,2
1. Balanza comercial	23 821	23 619	26 818	24 336	27 787
a. Exportaciones	75 916	78 564	82 309	82 618	86 464
<i>De las cuales:</i>					
i) Tradicionales	55 218	58 035	60 694	60 682	63 342
ii) No Tradicionales	20 483	20 371	21 445	21 782	22 966
b. Importaciones	52 095	54 945	55 491	58 283	58 677
2. Servicios	-7 756	-6 577	-7 011	-6 164	-6 895
3. Ingreso primario (renta de factores)	-17 304	-21 128	-21 137	-21 318	-21 476
4. Ingreso secundario (transferencias)	7 575	7 622	7 358	7 858	7 766
Del cual: Remesas del exterior	4 945	5 056	4 965	5 208	5 165
II. CUENTA FINANCIERA 1/	-1 596	-171	-2 954	969	839
<i>Porcentaje del PBI</i>	-0,6	-0,1	-1,0	0,3	0,3
1. Sector privado	3 673	1 852	812	2 709	2 299
a. Largo plazo	836	900	-87	1 502	1 084
b. Corto plazo	2 837	952	899	1 207	1 215
2. Sector público 2/	-5 270	-2 024	-3 766	-1 740	-1 460
III. ERRORES Y OMISIONES NETOS	-879	0	0	0	0
IV. RESULTADOS DE LA BALANZA DE PAGOS	7 054	3 707	8 982	3 743	6 343
IV= (I+III) - II = (1-2)					
1. Variación del saldo de RIN	7 954	3 707	8 982	3 743	6 343
2. Efecto valuación	900	0	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.

RI: Reporte de Inflación.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

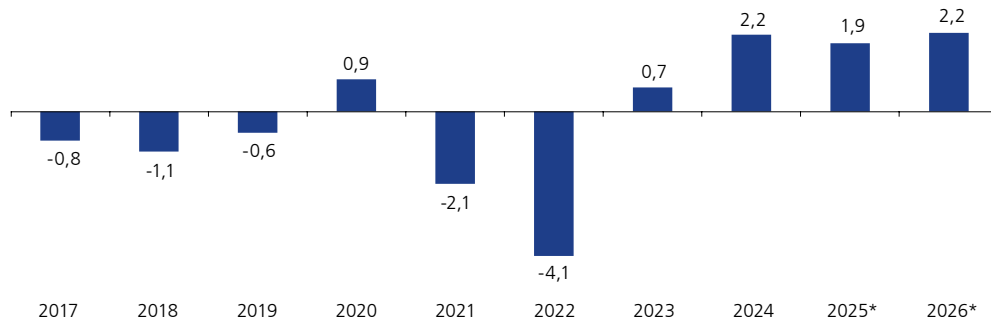
Se proyecta que la cuenta corriente se reduzca en 2025, alcanzando un superávit de USD 6 028 millones (1,9 por ciento del PBI), para luego repuntar a un nivel de USD 7 182 millones (2,2 por ciento del PBI) en 2026. La recuperación de las utilidades de empresas con capitales extranjeros en el país explicaría la reducción en 2025. En tanto, la expansión del superávit comercial, la normalización del turismo receptivo y la reducción del precio de los fletes apoyarían el mayor dinamismo de la cuenta corriente previsto para 2026.

Por otro lado, se espera que la cuenta financiera del presente año registre una mayor entrada neta de capitales respecto a 2024, la cual ascenderá a USD 2 954 millones (1,0 por ciento del PBI). Esta evolución corresponderá principalmente a la menor salida de capitales de corto plazo de las empresas bancarias; y, en menor magnitud, por la recuperación del financiamiento externo neto de largo plazo del sector privado. En el horizonte de proyección, se prevé que el financiamiento externo recibido por el sector público se reduzca gradualmente, consistente con el proceso de consolidación de las cuentas fiscales. Este factor, sumado a la reducción de la posición deudora neta del sector privado, explicará la salida de capitales de la cuenta financiera por USD 839 millones estimada para 2026.

El mayor superávit en **cuenta corriente** entre 2023 y 2024 fue causado por: (i) el impacto positivo que tuvieron los términos de intercambio más altos y la recuperación de la producción local y la demanda externa sobre la balanza comercial; (ii) la normalización gradual del turismo receptivo que incrementó las exportaciones de servicios; y (iii) los efectos de las condiciones de empleo favorables en el exterior sobre las remesas.



Gráfico 45
CUENTA CORRIENTE, 2017-2026
(Porcentaje del PBI)

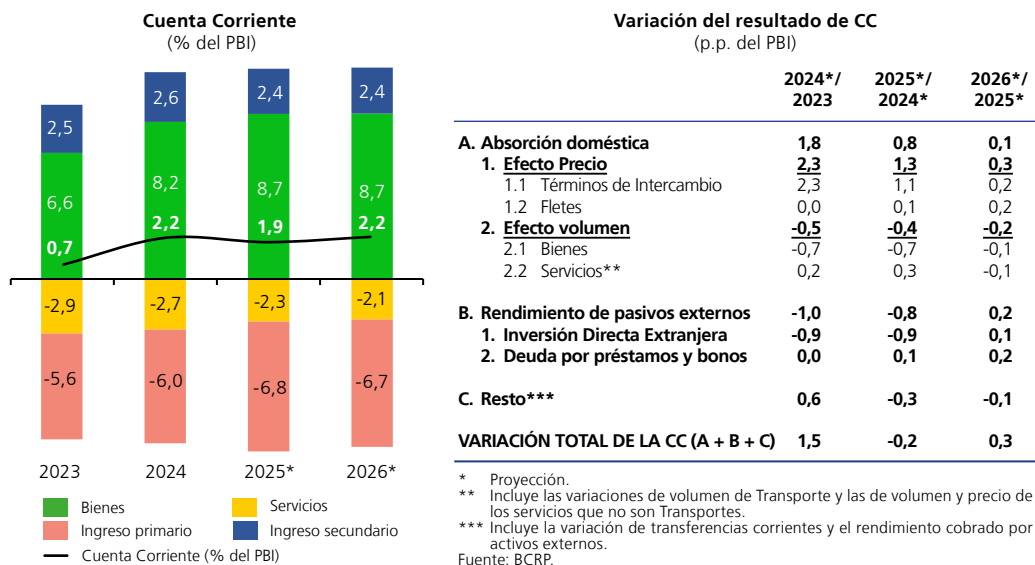


* Proyección.
Fuente: BCRP.

36. 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).

En 2024, la expansión de 1,5 puntos porcentuales (p.p.) del superávit en cuenta corriente estuvo explicado fundamentalmente por el **efecto precio positivo de los términos de intercambio** (2,3 p.p.) y, en menor magnitud, por la **contribución del rubro resto** (0,6 p.p.), debido al flujo más alto de remesas por condiciones favorables de empleo en el exterior y al rendimiento más elevado de nuestros activos externos. Esta dinámica fue contrarrestada parcialmente por el **mayor rendimiento pagado por pasivos externos** (-1,0 p.p.) y un **efecto volumen negativo** en el comercio neto de bienes (-0,7 p.p.).

Cuadro 14
DETERMINANTES DE LA VARIACIÓN DEL RESULTADO EN CUENTA CORRIENTE, 2024-2026



* Proyección.
** Incluye las variaciones de volumen de Transporte y las de volumen y precio de los servicios que no son Transportes.
*** Incluye la variación de transferencias corrientes y el rendimiento cobrado por activos externos.
Fuente: BCRP.

Para 2025, la reducción del superávit respecto al año anterior provendrá principalmente de los **mayores rendimientos pagados por pasivos de IDE (-0,8 p.p.)**, explicados por

un aumento esperado de las utilidades desde un nivel de 5,9 por ciento del PBI en 2024 a 6,7 por ciento en 2025. Este efecto será reforzado por un **efecto volumen negativo (-0,4 p.p.)** producto de un mayor dinamismo de los volúmenes de importaciones de bienes y por la **caída del rubro resto (-0,3 p.p.)**, en línea con la disminución del ingreso por transferencias corrientes (3,0 por ciento) —debido a las menores donaciones previstas y el impacto esperado de políticas migratorias más duras—; y los menores ingresos por activos externos del sector privado.

La estabilización de las utilidades de empresas con IDE en 6,7 por ciento del producto hacia el final del horizonte de proyección y las menores tasas de interés internacionales explicarían la **contribución positiva del rendimiento pagado por pasivos externos (0,2 p.p.)** sobre la variación positiva del resultado en cuenta corriente de 2026 (0,3 p.p.). Esta contribución sería reforzada por el impacto positivo de los términos de intercambio (0,2 p.p.) y la normalización del precio de los fletes hacia sus niveles prepandemia (0,2 p.p.).

Con las proyecciones de 2025 y 2026 se estaría alcanzando 4 años consecutivos de superávit en cuenta corriente, hecho no observado desde el periodo 2004-2007.

- 37. Perú es de las pocas economías de la región que registró un superávit en cuenta corriente en 2024 y prevé resultados superavitarios en los próximos dos años.** Si bien el resto de los países obtuvo déficits en cuenta corriente en 2024, países como Chile y Colombia registraron reducciones de 1,2 y 0,4 p.p. respectivamente, respecto al déficit del año previo. Por el contrario, el déficit en cuenta corriente de Brasil se incrementó debido al abaratamiento de insumos alimenticios y petróleo sobre su balanza comercial y el aumento del déficit por servicios.

Cuadro 15
LATINOAMÉRICA: CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS
(Anualizada, en % del PBI)

	2021	2022	2023	III T.24	2024	2025*	2026*
Brasil	-1,7	-2,1	-1,1	-1,9	-2,6	-2,7	n.d.
Chile 1/	-7,3	-8,7	-3,6	-2,7	-1,5	-2,3	-2,3
Colombia	-5,6	-6,0	-2,2	-1,7	-1,8	-2,5	n.d.
México	-0,3	-1,2	-0,3	-0,4	-0,3	-0,4	-0,6
Perú	-2,1	-4,1	0,7	2,1	2,2	1,9	2,2

* Proyección.

1/ El dato de 2024 de Chile es preliminar y los de 2025-2026 corresponden al Informe de Política Monetaria de diciembre de 2024.

Fuente: Bancos centrales de cada país.

- 38. La cuenta financiera privada de largo plazo** de 2024 registró una salida neta de capitales por USD 836 millones (0,3 por ciento del PBI), superior en USD 15 millones a la de 2023. Esto se explica por un aumento de las amortizaciones de préstamos y un ritmo más alto de adquisición de activos de cartera por parte del sector financiero bancario y no bancario (AFP y fondos mutuos). Estos efectos fueron parcialmente contrarrestados por el incremento de la IDE, debido a la mayor reinversión de utilidades, y, en menor medida, al aumento de la inversión en pasivos de cartera.

Para 2025 se proyecta una entrada neta de capitales por USD 87 millones, como resultado de un flujo más elevado de IDE y de las menores compras netas de activos de cartera por parte de las AFP y del sector bancario. Para 2026 se espera que el incremento de los aportes de inversión directa en el exterior y la recuperación de





las compras de activos de cartera, sumadas a la disminución de los desembolsos y las mayores amortizaciones de préstamos externos, determinen una salida neta de capitales de USD 1 084 millones.

La **inversión en pasivos de cartera** mostraría una tendencia decreciente, motivada por las menores emisiones de bonos en el exterior para financiar a empresas residentes. Sin embargo, estos flujos de inversión fueron revisados al alza respecto al Reporte previo, en línea con previsiones más altas de emisiones de bonos para pagar anticipadamente instrumentos de deuda.

Cuadro 16
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PRIVADO 1/
(Millones de USD)

	2024	2025*		2026*	
		RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
SECTOR PRIVADO (A + B)	3 673	1 852	812	2 709	2 299
<i>Porcentaje del PBI</i>	<i>1,3</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>0,9</i>	<i>0,7</i>
A. LARGO PLAZO (1 - 2)	836	900	-87	1 502	1 084
1. ACTIVOS	8 669	7 574	6 550	6 840	7 134
Inversión directa	1 514	1 620	1 797	1 971	2 134
Inversión de cartera 2/	7 155	5 953	4 753	4 869	5 000
2. PASIVOS 3/	7 833	6 674	6 637	5 338	6 050
Inversión directa	6 886	7 116	7 380	7 047	7 267
Inversión de cartera 4/	2 506	83	357	70	160
Préstamos de largo plazo	-1 558	-525	-1 100	-1 778	-1 377
B. CORTO PLAZO	2 837	952	899	1 207	1 215

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.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

39. La **cuenta financiera del sector público** de 2024 registró un aumento del endeudamiento neto con el exterior equivalente a USD 5 270 millones, cifra que contrasta con la reducción neta del financiamiento por USD 716 millones en 2023. Esta dinámica fue resultado de las mayores emisiones de bonos globales por parte del Gobierno General durante el tercer trimestre del año y de la recuperación del ritmo de compras netas de bonos soberanos por parte de no residentes.

Se proyecta una reducción gradual del financiamiento externo neto del sector público, el cual ascendería a USD 3 766 millones en 2025 y a USD 1 460 millones en 2026. Las menores emisiones de cartera en 2025 y el menor ritmo de compras de bonos soberanos por parte de no residentes en 2026 explicarían la tendencia decreciente del endeudamiento externo neto del sector público. La proyección actual se encuentra en línea con los menores requerimientos previstos del fisco por la reducción esperada del déficit fiscal.

Cuadro 17
CUENTA FINANCIERA DEL SECTOR PÚBLICO 1/
(Millones de USD)

	2024	2025*		2026*	
		RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
I. ACTIVOS	-35	140	141	140	140
II. PASIVOS (1 + 2) 2/	5 235	2 164	3 907	1 880	1 600
1. Inversión de cartera	4 384	1 266	2 984	1 625	1 329
Emisiones	3 300	0	0	0	0
Amortizaciones	-2 252	-774	-774	-1 289	-1 289
Otras operaciones (a - b) 3/	3 336	2 040	3 758	2 914	2 617
a. Bonos del Gobierno General adquiridos por no residentes	3 589	2 040	3 877	2 914	2 617
b. Bonos globales adquiridos por residentes	253	0	119	0	0
2. Préstamos	851	898	923	255	272
Desembolsos	1 968	2 372	2 372	1 423	1 423
Amortizaciones	-1 117	-1 474	-1 449	-1 168	-1 151
III. TOTAL (I - II)	-5 270	-2 024	-3 766	-1 740	-1 460

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.

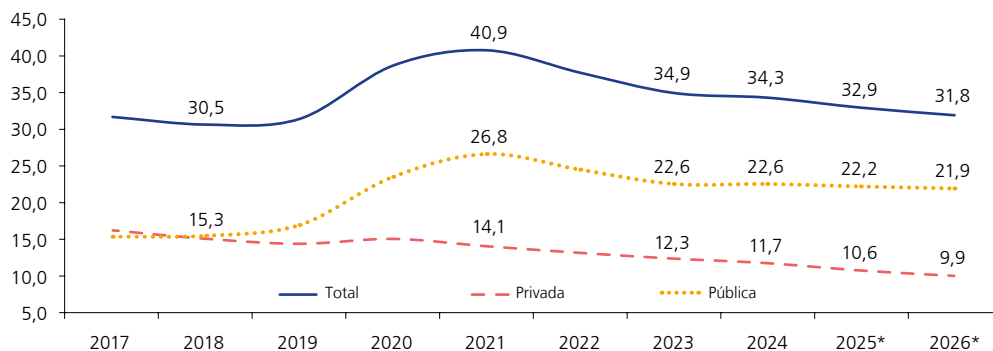
3/ Por la compraventa entre residentes y no residentes de bonos del Gobierno emitidos en el exterior o en el mercado local.

* Proyección.

Fuente: BCRP.

40. El **saldo de deuda externa de mediano y largo plazo** —principalmente préstamos y bonos— se incrementó en USD 5 642 millones entre 2023 y 2024, básicamente por las mayores compras de bonos soberanos por parte de no residentes y las emisiones de estos instrumentos en los mercados internacionales. En términos del producto, se prevé que este saldo se reduzca desde 34,3 por ciento del PBI en 2024 hasta 31,8 por ciento al final del horizonte de proyección, debido en mayor medida a la reducción de la deuda del sector privado desde 11,7 por ciento del PBI hasta 9,9 por ciento en el mismo periodo. En menor medida, contribuiría la reducción de 0,6 p.p. de la deuda externa pública.

Gráfico 46
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

41. Al 20 de marzo, las **Reservas Internacionales Netas** (RIN) acumulan una expansión de USD 5 543 millones respecto al cierre del año pasado, con lo que se ubicaron en USD 84 540 millones.

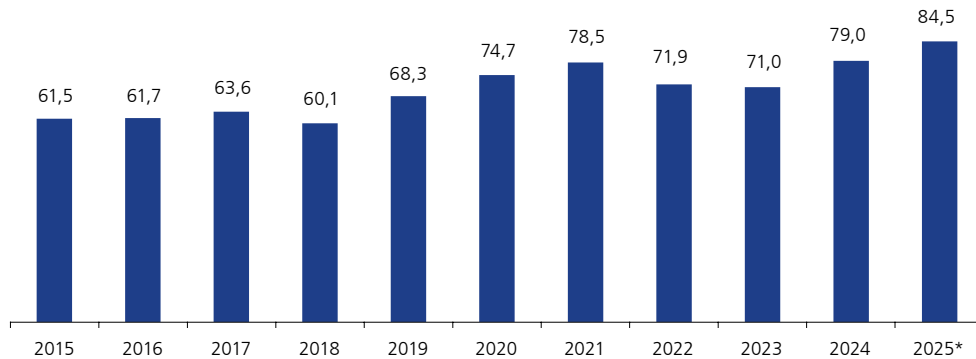
El nivel de reservas internacionales representará el 29,4 por ciento del PBI al finalizar el horizonte de proyección y se espera que sea capaz de cubrir casi 6 veces el saldo de los adeudados externos de corto plazo y más de 10 veces la suma de estos pasivos más el déficit en cuenta corriente. Estos indicadores reflejan un sólido respaldo frente a posibles choques externos.

Cuadro 18
INDICADORES DE COBERTURA INTERNACIONAL

	2022	2023	2024*	2025*	2026*
Reservas Internacionales como porcentaje de:					
a. PBI	29,4	26,5	27,3	28,4	29,4
b. Deuda externa de corto plazo 1/	460	348	517	546	581
c. Deuda externa de corto plazo más déficit en cuenta corriente	279	383	884	871	1 043

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

Gráfico 47
RESERVAS INTERNACIONALES NETAS, 2015 - 2025
(Miles de millones de USD)



* Al 20 de marzo de 2025.
Fuente: BCRP.

III. Actividad económica

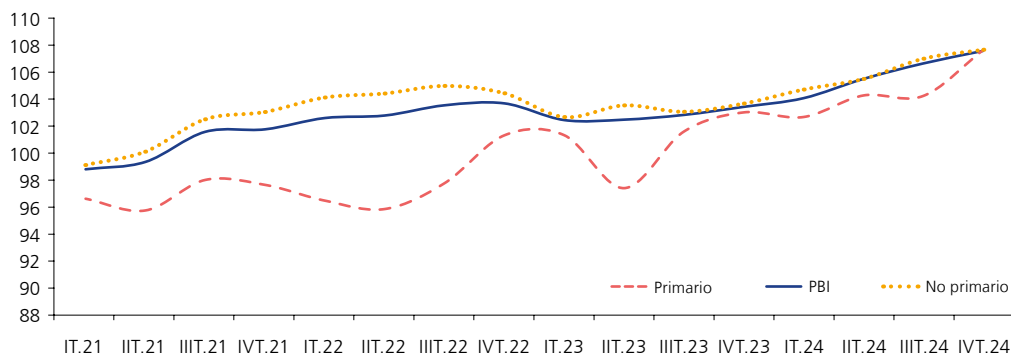
PBI sectorial

42. La actividad económica mostró una recuperación de 3,3 por ciento en 2024, tras la reversión de la mayoría de los choques adversos que afectaron el desempeño económico en 2023. Las actividades primarias crecieron 4,1 por ciento, impulsadas por la recuperación del sector agropecuario, la pesca y su manufactura asociada, que en 2023 se vieron afectadas por eventos climáticos adversos como el Fenómeno El Niño y las sequías en el sur del país a fines de 2022. Asimismo, la producción agropecuaria se recuperó principalmente en los rubros de mercado interno y agroexportación, mientras que la normalización de la temperatura del mar favoreció la pesca marítima de anchoveta y su procesamiento asociado.

Los sectores no primarios, que en 2023 habían caído 1,3 por ciento, repuntaron un 3,1 por ciento en 2024, y resaltó el impulso de los sectores manufactura, construcción y servicios. En particular, las actividades no primarias se aceleraron desde el tercer trimestre con un crecimiento de 4,2 por ciento (2,5 por ciento en el segundo trimestre). Dicho resultado fue producto de un entorno de recuperación del empleo y los ingresos, baja inflación, mayor confianza empresarial luego de 3 años en el tramo pesimista, incremento del turismo receptivo y retiros autorizados de fondos de pensiones, que impulsaron el gasto privado. El sector construcción representó un impulso adicional, tanto por el avance de obras públicas como por proyectos de infraestructura privada en sectores no mineros.

El indicador desestacionalizado del PBI continuó mostrando una tendencia creciente en el cuarto trimestre de 2024 (0,9 por ciento) respecto al trimestre previo, impulsado tanto por el crecimiento de las actividades primarias como no primarias.

Gráfico 48
ÍNDICES DESESTACIONALIZADOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA
 (Base 100 = IVT.2019)



Fuente: BCRP.





43. Se proyecta que la economía continúe con la senda de recuperación iniciada en 2024 y crezca 3,2 por ciento en 2025. La menor tasa de crecimiento de los sectores primarios es consistente con condiciones climáticas estables entre 2024 y 2025. Por su parte, se estima que los sectores no primarios acelerarán su crecimiento desde 3,1 a 3,3 por ciento, por el efecto sostenido de la baja inflación, la recuperación del mercado laboral y de la confianza empresarial y del consumidor sobre el gasto privado, que impulsarán a su vez a la manufactura y los servicios.

Se espera que la economía avance un 2,9 por ciento en 2026, misma tasa que la proyectada en el Reporte de diciembre. El escenario base contempla condiciones climáticas favorables para el desarrollo de las actividades primarias, junto con un entorno de estabilidad sociopolítica y de precios que refuerce la confianza de los agentes del sector privado. Asimismo, la proyección considera que las elecciones generales de 2026 se desarrollarán de manera ordenada y en ausencia de riesgos a la estabilidad institucional. Esto permitirá estimular el gasto privado y, en consecuencia, impulsar las actividades no primarias.

Respecto al Reporte de diciembre, la proyección de crecimiento para 2025 se revisa al alza, desde 3,0 a 3,2 por ciento. Esta revisión es producto del mayor crecimiento esperado de los sectores no primarios, particularmente de la construcción, asociada a la revisión al alza de la inversión pública, y del sector servicios, por el mayor consumo privado. Por su parte, se revisa a la baja la proyección de crecimiento de los sectores primarios; principalmente de (i) pesca, debido al menor desempeño de la captura de anchoveta en los primeros meses del año, así como a condiciones cálidas en febrero y marzo; y (ii) minería, por menores proyecciones de producción de algunas mineras de oro y molibdeno.

Cuadro 19
PBI POR SECTORES ECONÓMICOS
(Variaciones porcentuales reales)

	2023	2024	2025*			2026*	
			Ene.	RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
PBI primario	2,9	4,1	4,4	3,0	2,6	2,0	2,0
Agropecuario	-2,3	4,9	3,2	3,0	3,2	3,0	3,0
Pesca	-21,2	24,9	23,5	2,7	2,2	2,4	2,9
Minería metálica	9,3	2,0	3,2	2,5	2,0	1,5	1,0
Hidrocarburos	0,7	2,1	-9,1	7,7	5,5	0,2	2,1
Manufactura	-2,3	8,2	16,0	2,8	2,6	3,0	3,2
PBI no primario	-1,3	3,1	4,0	3,0	3,3	3,1	3,1
Manufactura	-8,0	2,5	1,9	3,0	3,0	2,9	2,9
Electricidad y agua	3,7	2,4	1,5	3,0	3,0	2,7	2,7
Construcción	-8,2	3,6	4,1	3,2	3,8	2,0	2,0
Comercio	2,4	3,0	3,2	2,7	2,7	2,8	2,8
Servicios	-0,1	3,2	4,6	3,0	3,5	3,3	3,3
Producto Bruto Interno	-0,4	3,3	4,1	3,0	3,2	2,9	2,9

RI: Reporte de Inflación
* Proyección.
Fuente: BCRP.

La proyección del crecimiento de 2026 se mantiene respecto a lo esperado en diciembre, no obstante, el escenario base actual comprende recomposiciones entre sectores. Se

esperan mayores resultados en pesca (por menor tasa de crecimiento en 2025), lo cual estará compensado por minería (menor producción anunciada de zinc y modificaciones en las previsiones de producción de empresas de cobre).

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

- a) El **sector agropecuario** creció 4,9 por ciento el **2024**, y retomó la ruta de crecimiento que caracterizó al sector durante 2005-2022. El crecimiento de 2024 se debió a condiciones climáticas óptimas que permitieron una buena campaña, tanto de la producción orientada al mercado interno como al externo, con volúmenes históricos de arándanos.

Para **2025** se elevó la proyección de crecimiento de 3,0 a 3,2 por ciento por una evolución favorable del ciclo de lluvias en meses recientes. A pesar de que las lluvias se retrasaron (en diciembre se observó déficit de precipitaciones en la sierra sur), estas se regularizaron en los primeros meses de este año. No obstante, esto implicará que a inicios de 2025 se observe un menor dinamismo de la producción orientada al mercado interno, lo que mejoraría hacia mediados de año. El motor del crecimiento anual será la continuidad de la buena campaña de agroexportación (uvas, mangos, arándanos y aceitunas) y el constante esfuerzo en el cambio varietal de las frutas de exportación, para aumentar los rendimientos agrícolas.

Para el año **2026** se mantiene la proyección de un crecimiento de 3,0 por ciento, anual.

A marzo, el indicador de precipitaciones de la región sierra muestra acumulados superavitarios para la sierra norte y central, y mejoras en los niveles de precipitación en toda la región sierra desde febrero de 2025.

Cuadro 20
INDICADOR DE PRECIPITACIONES EN LA SIERRA 1/
(En variaciones porcentuales respecto de su media histórica)

	Jul. 2024	Ago. 2024	Set. 2024	Oct. 2024	Nov. 2024	Dic. 2024	Ene. 2025	Feb. 2025	Mar.* 2025	Campaña Agrícola 2/ Ago. 2024 - Mar. 2025*
Sierra Norte	-47,3	-63,8	-41,5	-44,4	-58,8	35,4	32,0	91,9	-6,0	15,2
Sierra Centro	-61,9	-19,8	-34,9	-26,1	52,5	7,7	-2,1	56,1	46,3	18,5
Sierra Sur	-42,4	-64,0	-22,7	-36,6	52,0	-39,8	3,0	22,6	106,3	8,7

1/ Muestra de 218 Estaciones Meteorológicas, con media histórica de 30 años (1981-2010).

2/ Variación porcentual de lluvias acumuladas en la campaña agrícola, 2024-2025, respecto de su media histórica.

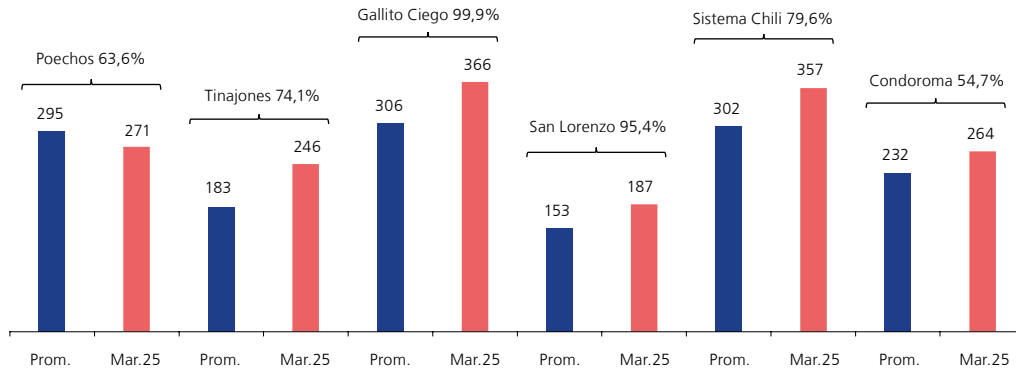
* Acumulado al día 10.

Fuente: Senamhi y ANA.

Al 14 de marzo de 2025, el almacenamiento de agua respecto a su capacidad de almacenamiento es amplio en los principales reservorios del país, particularmente en el norte. Es así como sobrepasa el 90 por ciento en la represa de Gallito Ciego y el Reservorio San Lorenzo; y el 60 por ciento en el reservorio Tinajones (Lambayeque) y Poechos (en Piura).



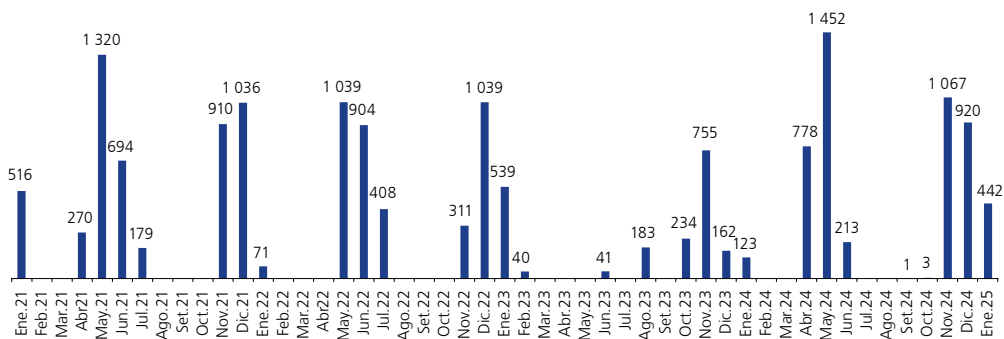
Gráfico 49
VOLUMEN ALMACENADO DE PRINCIPALES RESERVIORIOS 1/
 (Millones de metros cúbicos)



1/ Al 14 de marzo 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 2024, el **sector pesca** creció 24,9 por ciento, principalmente por la captura de pesca industrial. El desempeño se explica por (i) un efecto base, dada la cancelación de la primera temporada de anchoveta en la zona norte-centro en 2023; y (ii) la mayor cuota de captura asignada en la segunda temporada (2,51 millones de toneladas), siendo la más alta en los últimos años. El resultado fue parcialmente compensado por un menor desempeño del consumo humano directo y la pesca continental. Destaca la caída en la captura de pota (-69,7 por ciento), langostinos (-46,6 por ciento), perico (-38,3 por ciento), caballa (-29,4 por ciento), trucha (-7,9 por ciento), entre otros. Para el caso de la pota, el Ministerio de la Producción comunicó que la poca disponibilidad se debe a los efectos rezagados del Fenómeno El Niño 2023-2024.

Gráfico 50
CAPTURA DE ANCHOVETA PARA CONSUMO INDUSTRIAL EN ZONA NORTE-CENTRO*
 (Miles de toneladas)



* Fecha de inicio de pesca exploratoria en las temporadas que hubo.
 Fuente: Ministerio de Producción.

El primero de noviembre se autorizó el inicio de la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro. Al 31 de diciembre, se capturaron 2,0 millones de TM, representando un 79,2 por ciento de la cuota asignada (2,51

millones de TM). El 21 de enero se dio por concluida la temporada con una captura de 2,4 millones de TM (96,8 por ciento de la cuota).

Se espera que la actividad del sector crezca 2,2 por ciento en **2025**. La revisión a la baja respecto a la proyección previa (2,7 por ciento) responde a las condiciones cálidas débiles en los meses de febrero y marzo que afectarían principalmente la pesca industrial¹. Para **2026** se espera un crecimiento de 2,9 por ciento. Esta proyección asume condiciones climáticas normales y cuotas para las campañas de anchoveta acorde a los niveles históricos observados en años anteriores.

- c) El **sector minería metálica** tuvo un incremento de 2,0 por ciento durante 2024; explicado principalmente por las mayores extracciones de oro, molibdeno, plata, hierro, plomo y estaño, que fueron contrarrestados por las caídas de zinc y cobre.

En el año, la producción de **cobre** se redujo 0,2 por ciento, principalmente por la menor extracción de Antapaccay, Marcobre, Quellaveco, Cerro Verde y Gold Fields. Con respecto a Antapaccay, el menor rendimiento (-15,7 por ciento) responde a una falla geológica en la mina durante el segundo trimestre que comprometió la producción de cobre. Por su parte, Marcobre y Quellaveco presentaron menores leyes del mineral; mientras que Cerro Verde realizó una menor extracción en el año. La menor producción fue parcialmente compensada con el desempeño de Southern (mejores leyes de Toquepala) y Las Bambas (inicio de operación del tajo Chalcobamba). Por su parte, la producción de **zinc** registró una contracción de 13,5 por ciento durante 2024, principalmente por las menores leyes de este mineral reportadas por Antamina y un menor procesamiento de El Brocal y Volcan.

La producción de **oro** creció 6,9 por ciento. Se registró un aporte significativo por parte de Las Bambas y Paltarumi (ausentes en el periodo de comparación). Asimismo, se obtuvo una mayor producción de Boroo por su proyecto de optimización y un mayor procesamiento de Yanacocha y Poderosa.

Se registró mayor producción de **molibdeno** (25,3 por ciento) por incremento en la extracción de Antamina y Southern. La mayor producción de Antamina responde a mayores leyes del mineral no contempladas inicialmente en su plan de producción. La **plata** y el **plomo** tuvieron un crecimiento de 15,4 y 6,6 por ciento, respectivamente. En ambos casos, la mayor producción provino principalmente de Buenaventura, asociada al reinicio de operaciones de Uchucchacua y entrada en operación del proyecto Yumpag. Cabe mencionar que se contabilizó producción de plata de Las Bambas (ausente en 2023). Asimismo, la producción de **estaño** creció 23,2 por ciento por un efecto base, dadas las protestas sociales del primer trimestre de 2023 que afectaron la producción de Minsur. En adición, la producción de **hierro** se incrementó en 2,5 por ciento por Shougang.

1 En su comunicado oficial 03-2025 del 14 de marzo, el ENFEN mantuvo el estado de alerta de "Vigilancia del Niño Costero" en la región Niño 1+2, ante un posible evento cálido débil de corta duración. Según el comunicado, las condiciones cálidas débiles predominarían hasta abril con una probabilidad de 56 por ciento.





Para **2025** se revisa a la baja el crecimiento del sector, pasando de 2,5 a 2,0 por ciento. Ello se sustenta principalmente en la revisión de los planes de producción y un efecto base, dado un desempeño mejor a lo esperado en 2024. Se proyecta un incremento de 1,0 por ciento en **2026**.

- d) La actividad del **sector hidrocarburos** se incrementó 2,1 por ciento en el año. La producción de **petróleo** creció 5,3 por ciento por la mayor producción del lote 95, derivado de la perforación de 6 pozos de desarrollo y, en menor medida, por el reinicio de operaciones de los lotes Z-1 y 8 (paralizados desde la pandemia). Por su parte, la producción de **líquidos de gas natural** aumentó 2,6 por ciento por el lote 57; mientras que la extracción de **gas natural** disminuyó 1,2 por ciento por los lotes 56 y 88.

Para **2025** se revisa a la baja el crecimiento de 7,7 a 5,5 por ciento por la postergación hacia 2026 del inicio de operaciones del lote 192 (contemplada para abril de 2025 en el anterior Reporte). Con la revisión de 2025, el crecimiento de **2026** pasa de 0,2 a 2,1 por ciento.

- e) La actividad del **subsector manufactura primaria** se incrementó 8,2 por ciento en 2024, principalmente por la mayor producción de harina y aceite de pescado, en línea con la recuperación de la captura de anchoveta.

Se espera un crecimiento de 2,6 por ciento del subsector para **2025**, lo que considera un crecimiento en la producción de conservas y productos congelados de pescado y de refinación de metales. Para **2026**, se espera un incremento de 3,2 por ciento.

- f) La actividad de la **manufactura no primaria** creció 2,5 por ciento en el año. Las ramas que registraron un mayor incremento fueron las pertenecientes a los bienes de consumo masivo, como muebles y productos de tocador y limpieza; y las orientadas al mercado externo, como prendas de vestir, tejidos y artículos de punto y conservas de alimentos.

Se proyecta un crecimiento de 3,0 por ciento de la manufactura no primaria en **2025**, igual a la del Reporte previo. Para **2026**, se mantiene la proyección de crecimiento de 2,9 por ciento.

- g) El **sector construcción** creció 3,6 por ciento en 2024 debido al mayor avance de obras públicas. Para **2025** se revisó al alza la proyección de crecimiento, de 3,2 a 3,8 por ciento, por una mayor inversión pública. Para **2026** se mantiene en 2,0 por ciento la proyección de crecimiento del sector, sustentada en una mayor inversión privada.

- h) Durante 2024 el **sector comercio** creció 3,0 por ciento, por las mayores ventas al por mayor (3,2 por ciento), al por menor (3,2 por ciento) y de vehículos (0,2 por ciento).

Para 2025 se espera que la actividad del sector se incremente en 2,7 por ciento; mientras que, para 2026, se estima un crecimiento de 2,8 por ciento.

- i) El sector **servicios** creció 3,2 por ciento en 2024. Destaca la aceleración de los derechos de importación e impuestos, que crecieron 3,6 por ciento, lo que estaría asociado a un mayor crecimiento económico. Asimismo, se observó un importante crecimiento de los servicios de transporte y almacenamiento (6,1 por ciento), ante los mayores servicios de transporte terrestre y aéreo de pasajeros.

Para **2025 y 2026** se espera un crecimiento de servicios de 3,5 y 3,3 por ciento, respectivamente, en concordancia con la evolución prevista del consumo privado.

PBI gasto

45. Por el lado del gasto, la recuperación en 2024 estuvo sustentada en el avance de la demanda interna. Por un lado, la recuperación del mercado laboral, el aumento del poder adquisitivo y una mayor confianza empresarial, permitieron el repunte del gasto privado. Así, el consumo privado pasó de crecer 0,1 a 2,8 por ciento entre 2023 y 2024, mientras que la inversión revirtió parcialmente la caída de 7,3 por ciento al expandirse un 2,6 por ciento en el mismo período. Por su parte, el gasto público también contribuyó al incremento del PBI, principalmente en su componente de inversión subnacional, el cual pasó de una contracción de 5,3 por ciento en 2023 a un crecimiento de dos dígitos, tasa que no se observaba desde 2012, excluyendo los años afectados por la pandemia.

La revisión al alza en el crecimiento del producto prevista para 2025, respecto a lo contemplado en el anterior Reporte, se explica por las perspectivas de una mayor demanda interna, proveniente de una inversión pública más alta —debido a la ejecución observada en los dos primeros meses del año— y un mayor dinamismo del consumo privado esperado en los primeros trimestres del año —en línea con la evolución de los indicadores adelantados del consumo—.

Para 2026 se espera que la tasa de crecimiento del producto se modere ligeramente a 2,9 por ciento, con el gasto privado como principal motor del crecimiento y una menor tasa de crecimiento de la inversión pública en línea con las metas fiscales de consolidación del gasto. Los supuestos del escenario de proyección 2025-2026 incluyen un entorno de estabilidad macroeconómica y financiera que estimule la recuperación de la confianza empresarial y del gasto privado, así como el desarrollo normal y ordenado del proceso electoral 2026.





Cuadro 21
PBI POR TIPO DE GASTO
(Variaciones porcentuales reales)

	2023	2024	2025*		2026*	
			RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
Demanda interna	-1,9	3,8	3,2	3,5	3,0	3,0
Consumo privado	0,1	2,8	2,8	3,1	2,9	2,9
Consumo público	4,6	2,3	2,2	2,2	2,5	2,5
Inversión privada	-7,3	2,6	4,1	4,1	3,5	3,5
Inversión pública	2,8	14,1	4,5	6,5	1,0	1,0
Var. de inventarios (contribución)	-1,3	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0
Exportaciones	4,9	5,1	3,9	3,9	3,3	3,3
Importaciones	-1,3	6,9	5,0	5,2	3,8	3,8
Producto Bruto Interno	-0,4	3,3	3,0	3,2	2,9	2,9

RI: Reporte de Inflación.
*Proyección.
Fuente: BCRP.

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

En el mercado laboral, los indicadores continuaron mejorando en los últimos meses. Los puestos de trabajo siguieron recuperándose en sectores no primarios como construcción, comercio y servicios, mientras que el empleo en sectores primarios, como el agropecuario, mostró una recuperación sostenida desde el tercer trimestre de 2024, consistente con las mejores condiciones climáticas. Además, la masa salarial nominal total mantiene un crecimiento sólido.

Cuadro 22
**PUESTOS DE TRABAJO FORMALES
EN EL SECTOR PRIVADO**

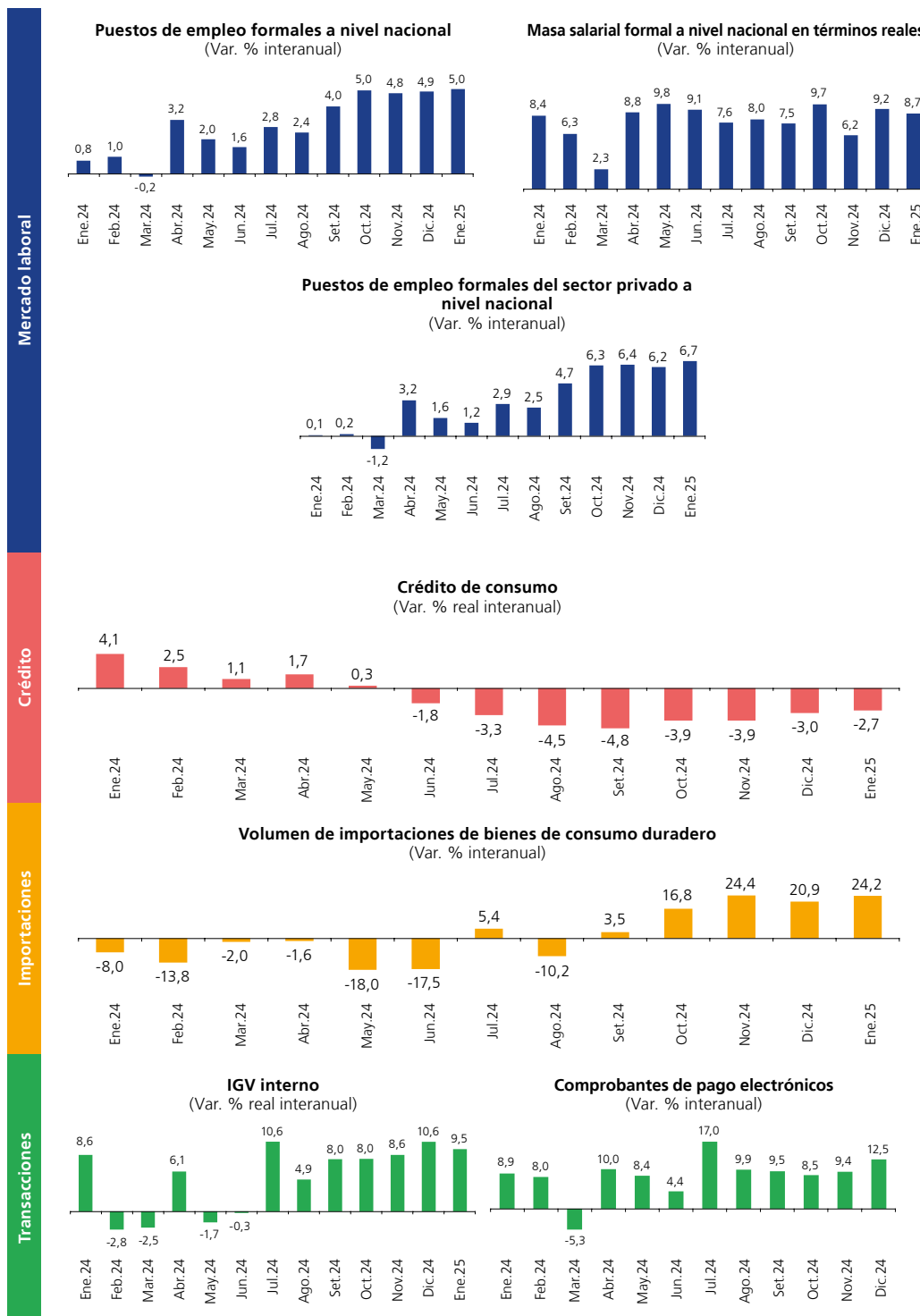
	Miles de puestos								Variación porcentual			
	2023				2024				2024			
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim
Total	4 129	4 125	4 110	4 206	4 115	4 208	4 249	4 471	-0,3	2,0	3,4	6,3
<i>Del cual:</i>												
Agropecuario 1/	546	440	456	507	449	400	469	641	-17,8	-9,1	2,8	26,2
Pesca	20	18	18	19	16	17	16	17	-18,7	-6,0	-13,2	-9,5
Minería	114	117	119	119	122	124	125	125	7,2	6,0	5,2	5,0
Manufactura	506	498	487	489	498	497	492	493	-1,6	-0,1	1,0	0,8
Electricidad	16	16	16	16	16	16	17	17	-1,7	-0,8	1,9	4,5
Construcción	208	207	219	232	213	222	232	238	2,4	7,4	5,9	2,9
Comercio	708	695	690	700	712	716	706	720	0,5	3,1	2,3	2,9
Servicios	1 992	2 113	2 079	2 094	2 052	2 169	2 139	2 161	3,0	2,6	2,9	3,2

1/ Incluye al sector agro-exportador: Procesamiento y conservación de frutas y vegetales.
Fuente: Sunat - Planilla Mensual de Pagos.

Por su parte, los indicadores transaccionales, como el IGV interno y los comprobantes de pago, continuaron con un sólido crecimiento en los últimos meses. Asimismo, si bien el crédito de consumo en términos reales ha venido contrayéndose desde junio, la magnitud de la caída se ha reducido progresivamente, lo cual ha sido acompañado por una reducción de la morosidad de los hogares. Por último, el volumen de importación de los bienes de consumo duradero muestra una tendencia positiva y sostenida desde setiembre de 2024, principalmente de televisores y aparatos de uso doméstico.

Gráfico 51

INDICADORES RELACIONADOS AL CONSUMO PRIVADO



Fuente: BCRP, INEI y Sunat.

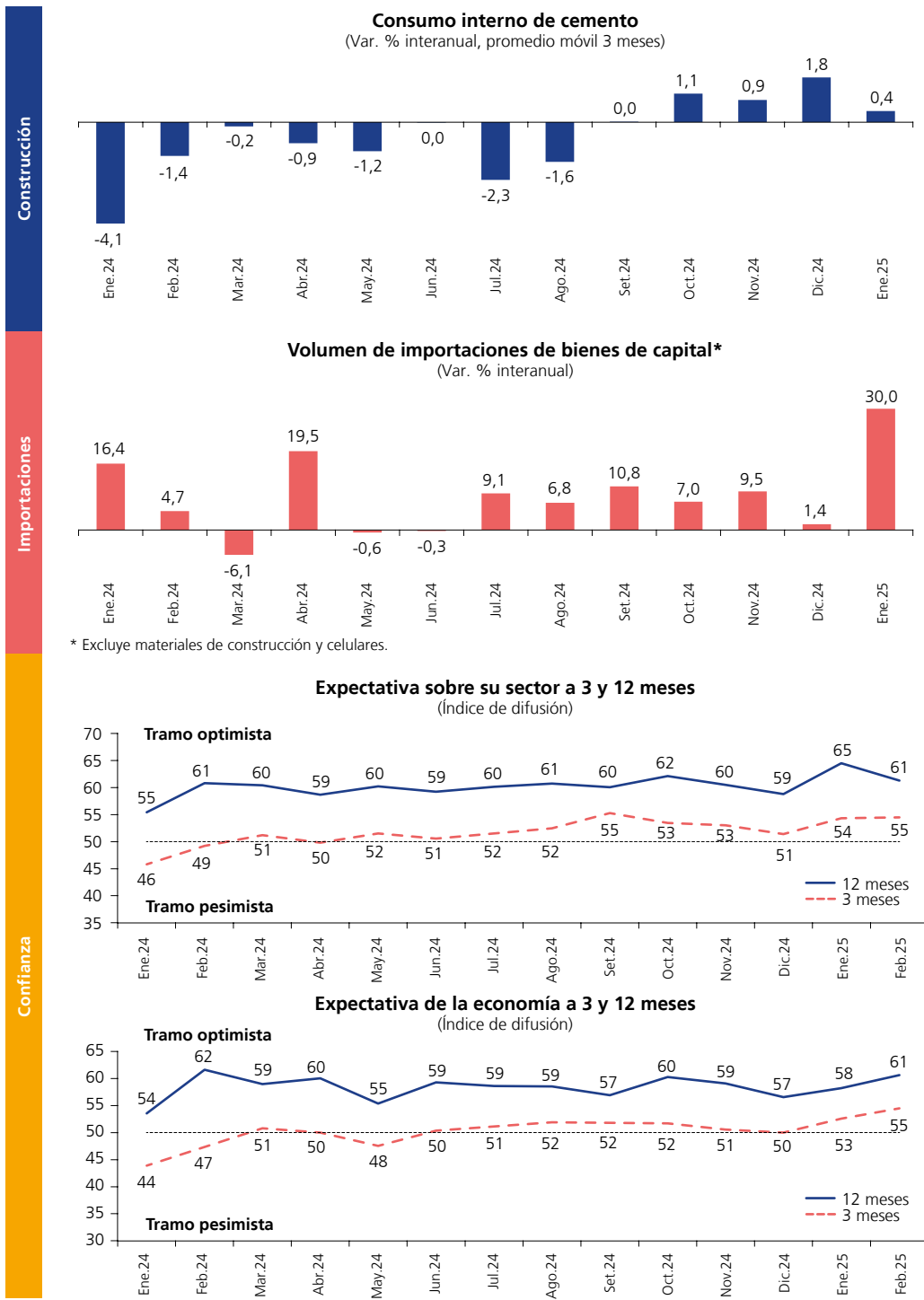
47. Los **indicadores contemporáneos y adelantados relacionados a la inversión privada** han mostrado una evolución favorable en los últimos meses.

Por un lado, las expectativas de la economía y del sector a 3 y 12 meses continuaron todas en terreno optimista y la mayoría de ellas con una tendencia creciente en los últimos



meses. Asimismo, el volumen importado de bienes de capital (excluyendo materiales de construcción y celulares) viene creciendo desde julio de 2024, y en enero de 2025 aumentó 30,0 por ciento.

Gráfico 52
INDICADORES RELACIONADOS A LA INVERSIÓN PRIVADA



Fuente: BCRP, Sunat y empresas cementeras.

Por otro lado, el consumo interno de cemento no mostraba una recuperación clara hasta el tercer trimestre de 2024, debido a la falta de dinamismo en el segmento de autoconstrucción, que registró un fuerte crecimiento hasta 2022. No obstante, a partir de octubre, la variación interanual del promedio móvil 3 meses, muestra una clara mejora.

48. La **Encuesta de Expectativas Macroeconómicas** de febrero muestra que los agentes de la economía esperan un crecimiento de entre 3,0 y 3,1 por ciento del PBI para 2025 y de entre 2,9 y 3,0 por ciento para 2026.

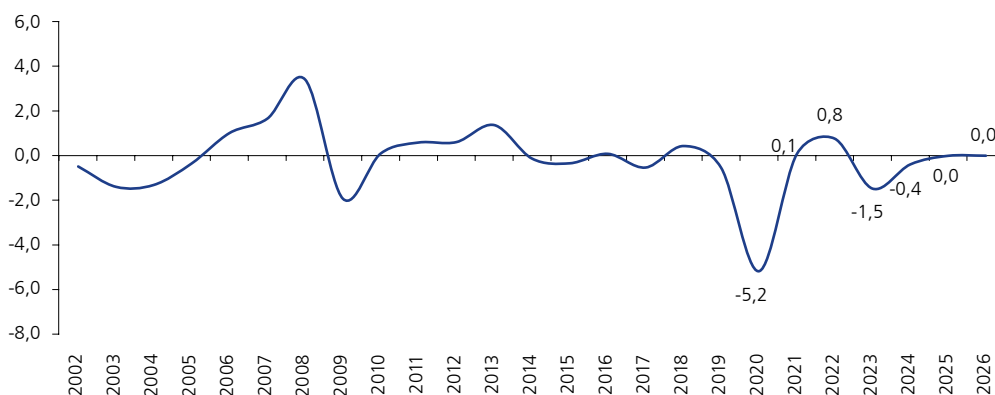
Cuadro 23
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS: CRECIMIENTO DEL PBI
(Variaciones porcentuales)

		RI Set.24	RI Dic.24	RI Mar.25*
Sistema Financiero	2025	2,8	2,9	3,0
	2026		3,0	2,9
Analistas Económicos	2025	3,0	3,0	3,1
	2026		2,9	3,0
Empresas No Financieras	2025	3,0	3,0	3,0
	2026		3,0	3,0

* Encuesta realizada al 28 de febrero.
Fuente: BCRP.

49. Se espera que la **brecha del producto**, definida como la diferencia entre el PBI y el PBI potencial, revierta 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. La brecha del producto negativa de 0,4 por ciento del PBI potencial de 2024 se terminaría de cerrar en 2025, y se estima que la economía se mantenga en su nivel potencial en 2026. El crecimiento del PBI potencial acorde con esta proyección es de 2,8 y 2,9 por ciento para 2025 y 2026, respectivamente.

Gráfico 53
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.





Esta proyección incorpora la ejecución observada y prevista de la inversión en un contexto de confianza empresarial positiva. Además, asume una recuperación de la productividad impulsada por la reversión de los choques de oferta, en un entorno de estabilidad sociopolítica y de precios que refuerce la confianza del sector privado. También se asume que las elecciones generales de 2026 se desarrollarán de manera ordenada y sin riesgos para la estabilidad institucional. Para poder aspirar a alcanzar tasas de crecimiento del PBI potencial más altas, se requiere reformas económicas y un entorno de estabilidad política y social.

50. El **consumo privado** creció 2,8 por ciento, recuperándose del débil avance de 0,1 por ciento en 2023. Esta recuperación se debió a la mejora del mercado laboral, la reducción de la inflación y los retiros de fondos privados de pensiones. La normalización de las condiciones climáticas y la menor conflictividad social favorecieron el dinamismo del empleo, mientras que la inflación total regresó al rango meta en la primera mitad de 2024, cerrando el año con 1,25 por ciento en los rubros de alimentos y bebidas. Estos factores fortalecieron el poder adquisitivo de los hogares y les permitieron recomponer su canasta, estimulando así el gasto agregado.

Para 2025 se espera que el consumo privado se expanda 3,1 por ciento, tasa mayor a la prevista en el Reporte de diciembre, considerando la evolución favorable de los indicadores contemporáneos y adelantados. Se proyecta que la tasa de crecimiento se modere ligeramente en 2026, 2,9 por ciento, en un contexto de dinamismo del empleo, inflación dentro del rango meta, gradual recuperación del crédito y reducción de la morosidad de los hogares.

51. La **inversión privada** creció 2,6 por ciento en 2024, impulsada por la recuperación de la inversión no residencial de sectores no mineros. Este dinamismo respondió a la mejora en las expectativas empresariales, condiciones climáticas más favorables que en 2023 y menores tasas de interés corporativas en moneda nacional y extranjera. El aumento de la inversión no residencial se reflejó en el crecimiento de 6,2 por ciento interanual en la importación de bienes de capital, excluyendo materiales de construcción.

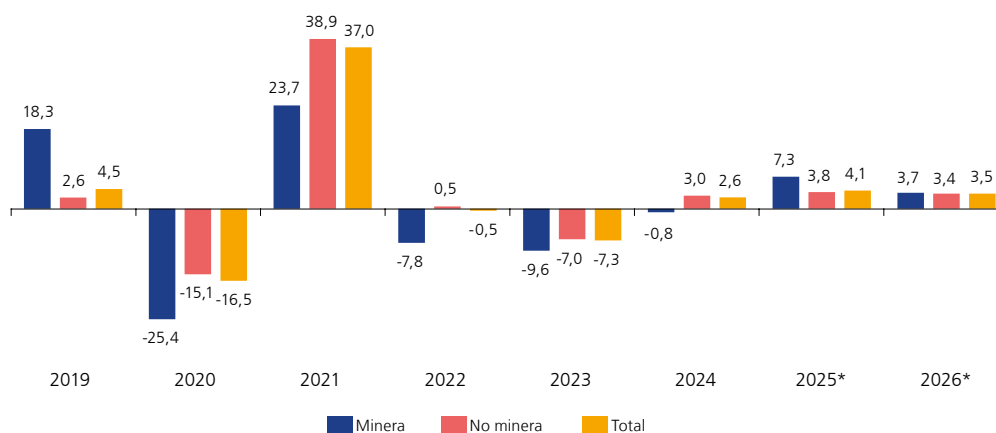
Cuadro 24
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación porcentual real)

	Peso respecto al PBI de 2023 1/	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*		2026*	
								RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
Inversión privada	18,9	4,5	-16,5	37,0	-0,5	-7,3	2,6	4,1	4,1	3,5	3,5
Inversión residencial	5,7	4,7	-14,5	35,4	-0,3	-8,8	-7,3	3,0	3,0	3,0	3,0
Inversión no residencial	13,2	4,4	-17,5	37,8	-0,5	-6,6	7,2	4,5	4,6	3,6	3,7
<i>Inversión minera</i>	1,9	18,3	-25,4	23,7	-7,8	-9,6	-0,8	7,7	7,3	3,0	3,7
<i>Inversión no minera</i>	11,3	1,3	-15,4	41,0	1,0	-6,0	8,6	3,9	4,2	3,8	3,7

1/ A precios de 2007
RI: Reporte de Inflación.
*Proyección.
Fuente: BCRP.

Se espera que la inversión privada avance un 4,1 por ciento en 2025, en línea con la proyección del Reporte anterior. Esta cifra considera un crecimiento del componente residencial desde fines de 2024, el cual obedece a la recuperación de la autoconstrucción, puesto que los hogares han podido recomponer su canasta tras la reducción de la inflación en alimentos y el incremento de los ingresos formales. La actual proyección asume un entorno favorable para la inversión, un proceso electoral que no conlleve riesgos para la estabilidad macroeconómica, ausencia de choques climáticos significativos y condiciones financieras locales más flexibles que incentiven el crédito y refuercen la confianza para invertir. Bajo estos supuestos, la inversión privada crecería 3,5 por ciento en 2026.

Gráfico 54
INVERSIÓN PRIVADA
(Variación porcentual real)



* Proyección.

- En el **sector minero**, las inversiones en 2024 ascendieron a USD 4 961 millones, principalmente de las empresas Antamina (USD 689 millones), Las Bambas (USD 385 millones) y Cerro Verde (USD 355 millones). La proyección para el periodo 2025-2026 considera la construcción de San Gabriel y el comienzo de la construcción de los proyectos Reposición Antamina, Tía María, Zafranal y Corani.
- 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. El proyecto tiene un avance físico de obra de 67 por ciento, con la etapa 1ª que se encuentra en fase de operación desde diciembre de 2023. Actualmente se está desarrollando obras civiles en ocho estaciones de la etapa 1B, once estaciones de la etapa 2, y cinco estaciones del ramal 4.

Viettel está desplegando la infraestructura necesaria para la implementación de las bandas 2.3 GHz y AWS-3 en más de tres mil ochocientos localidades rurales





(compromiso de inversión de USD 600 millones). Por su parte, el Consorcio Eléctrico Yapay obtuvo la concesión de la línea de transmisión Enlace 500 kV Huánuco – Tocache – Celendín – Trujillo (compromiso de inversión de USD 335 millones). Cabe mencionar que, 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).

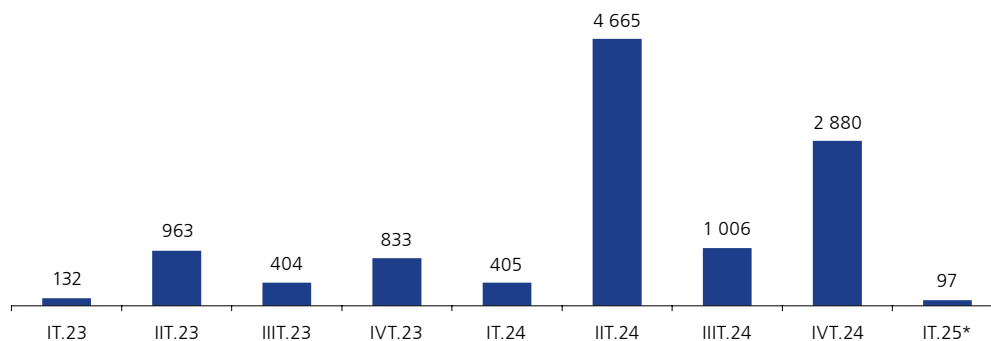
Cuadro 25
PRINCIPALES PROYECTOS DE INVERSIÓN: 2025-2026

SECTOR	EMPRESA/CONSORCIO	PROYECTO
MINERÍA	Antamina	Reposición Antamina
	Southern Peru CC	Tía María
	Zafranal	Zafranal
	Bear Creek Mining	Corani
	Buenaventura	San Gabriel
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
	Consorcio Eléctrico Yapay	Enlace 500 kV Huánuco - Tocache - Celendín - Trujillo
	Hydro Global Perú	Planta Hidroeléctrica San Gabán III
	Acciona Energía	Central Solar San José
INDUSTRIA	Siderperu	Ampliación de capacidad de planta
	Aceros Arequipa	Ampliación de capacidad de planta
	Unacem	Programa de sostenibilidad ambiental
	Arca Continental Lindley	Programa de sostenibilidad ambiental
TRANSPORTE	Consorcio 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	Viettel Perú	Servicios Móviles con tecnología 4G
	América Móvil Perú	Redes de fibra óptica

Nota: Proyectos de inversión que se encuentran en ejecución o que iniciarían en el periodo 2025 - 2026.
Fuente: Información de empresas, diarios y medios especializados.

- c. Desde enero de 2023, Proinversión ha adjudicado proyectos por un total de USD 11 384 millones. Estos proyectos comprenden principalmente mejoras en el sector transporte (USD 3 961 millones) y en líneas de transmisión eléctrica (USD 2 266 millones). La última adjudicación corresponde al proyecto de planta de tratamiento de aguas residuales (PTAR) en Chincha por un monto de inversión proyectado de USD 97 millones.

Gráfico 55
PROYECTOS ADJUDICADOS POR PROINVERSIÓN: 2023-2025
(Millones de USD)



* Al 10 de marzo de 2025.
Fuente: Proinversión.

Cuadro 26
PROYECTOS ADJUDICADOS POR PROINVERSIÓN
(Millones de USD)

Año	Trimestre	Proyecto	Sector	Modalidad	Inversión Proyectada (Sin IGV)	
2023	I	Enlace 220 kv Ica – Poroma, ampliaciones y subestaciones y ITC Enlace 220 kv Cadlic – Jaen Norte (2 circuitos), ampliaciones y subestaciones	Electricidad	Concesión	132	
		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	Telecomunicaciones	Proyectos FITEL	640	
	II	Hospital Especializado en la Red Asistencial Piura de ESSALUD (Piura) y Hospital Especializado Chimbote en la Red Asistencial Ancash de ESSALUD (Ancash)	Salud	Concesión	323	
		Línea de Transmisión 500 kv Subestación Piura Nueva-Frontera (Segunda Convocatoria)	Electricidad	Concesión	223	
	III	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	Concesión	181	
		IV	Enlace 500 kv Huánuco – Tocache – Celendín– Trujillo, ampliaciones y subestaciones y Enlace 500 kv Celendín – Piura, ampliaciones y subestaciones	Electricidad	Concesión	833
	2024	I	Nuevo Terminal Portuario de San Juan de Marcona	Puertos	Iniciativa privada	405
			Anillo Vial Periférico	Transporte	Concesión	3 396
		II	Grupo 1 de Proyectos de Transmisión Eléctrica (Ica y Arequipa)	Electricidad	Concesión	329
			Adenda al contrato de transferencia de la concesión minera Bayóvar	Minería	Concesión	940
III		Modernización del ferrocarril Huancayo - Huancavelica	Transporte	Concesión	565	
		Grupo 2 de Proyectos de Transmisión Eléctrica (Lima, Ica y Ayacucho)	Electricidad	Concesión	441	
IV		Grupo 4 de Proyectos de Transmisión Eléctrica (Áncash, Junín y Ucayali)	Electricidad	Concesión	127	
		Proyecto Minero El Algarrobo	Minería	Iniciativa privada	2 753	
2025	I*	Proyecto de Planta de tratamiento de aguas residuales - PTAR Chíncha	Saneamiento	Concesión	97	
Acumulado					11 384	

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.

* Datos al 10 de marzo de 2025.

Fuente: Proinversión





- d. Al 10 de marzo de 2025, **Proinversión** reporta una cartera de USD 26 mil millones en proyectos de inversión por adjudicar para el periodo 2025-2027.

Cuadro 27
PROYECTOS DE INVERSIÓN: CARTERA PARA EL 2025 - 2027
(Millones de USD)

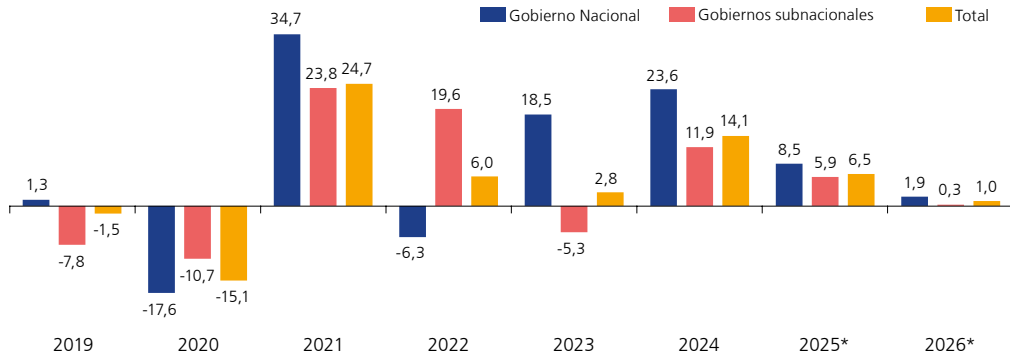
	Inversión estimada
Por adjudicar	26 337
18 Proyectos de Conservación de la Red Vial Nacional (corredores viales)	4 514
Sistema Integrado de Transporte del Gas - Zona Sur del Perú	4 321
Proyecto Chinescas	2 950
Longitudinal de la Sierra Tramo 4	1 353
8 proyectos de Planta de tratamiento de aguas residuales - PTAR	1 266
Parque Industrial de Ancón	1 214
Vía de evitamiento Ciudad Cusco	943
Proyecto de Rocas Fosfóricas en Concesiones de Salmueras de Bayóvar - Piura	940
Red dorsal de fibra óptica (operación y mantenimiento)	879
Península artificial - Puerta del Pacífico	767
Sistema Hídrico Integral del Valle Chancay - Lambayeque	619
Colegios en Riesgo (Lima Metrop., Ate, San Juan de Lurigancho y otros distritos Lima)	586
Obras de Cabecera para abastecimiento de agua en Lima (1era fase)	476
Servicio de saneamiento en 9 provincias	474
III Etapa del Proyecto Chavimochic	450
Grupo 2 - Proyectos eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	433
Carretera Buenos Aires Canchaque - Huancabamba (Región Piura)	340
Nuevo hospital de emergencias de Villa El Salvador (operación y mantenimiento)	284
Terminal portuario Chimbote	262
Teleférico Choquequirao	261
Hospital Hipólito Unanue (modernización)	250
Grupo 1 - Proyectos eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	233
Nuevo hospital militar central	223
Tercer grupo de aeropuertos	216
Centro de convenciones de Lima (operación y mantenimiento)	216
Hospital de Cajamarca (operación y mantenimiento)	198
Hospital de Sullana (operación y mantenimiento)	193
Nuevo terminal portuario de Pucallpa	185
Servicio de agua potable en Cajamarca	180
Grupo 3 - Proyectos eléctricos del Plan de Transmisión 2023-2032	168
Instituto de Salud del Niño (operación)	168
Grupo 3 - Proyectos Eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	137
Nuevos terminales portuarios de Loreto (Saramiriza e Iquitos)	132
Grupo 4 - Proyectos eléctricos del Plan de Transmisión 2025-2034	122
Desaladora Ilo	110
Nueva Villa Panamericana	66
Masificación del uso de gas natural a nivel nacional - Concesión Suroeste	60
Reforzamiento de Infraestructura, Equipamiento y Mantenimiento Colegios de Cusco	58
Desaladora Lambayeque	49
Gestión Integral de Residuos Sólidos en hospitales de Lima	41

Nota: Inversión estimada sin IGV.
Fuente: Proinversión.

52. La **inversión pública** se expandió un 14,1 por ciento en 2024. El avance de la inversión pública de dos dígitos se dio tanto a nivel del Gobierno Nacional (23,6 por ciento), como en los gobiernos subnacionales (11,9 por ciento). El aumento en el Gobierno Nacional se acreditó a la ejecución de proyectos del Plan Nacional de Infraestructura Sostenible para la Competitividad, y destacaron las Escuelas Bicentenario, la Línea 2 del Metro y las bandas anchas. Además, la Autoridad Nacional de Infraestructura avanzó en la protección de riberas. Asimismo, sobresalieron las inversiones en proyectos viales, de comunicaciones, saneamiento y salud.

La ejecución observada en los dos primeros meses de 2025 fue más alta a la prevista en diciembre, razón por la cual se revisa al alza el incremento de la inversión pública de 2025 de 4,5 a 6,5 por ciento. Para 2026, se estima un crecimiento de la inversión pública de 1,0 por ciento, en línea con las metas fiscales de consolidación del gasto.

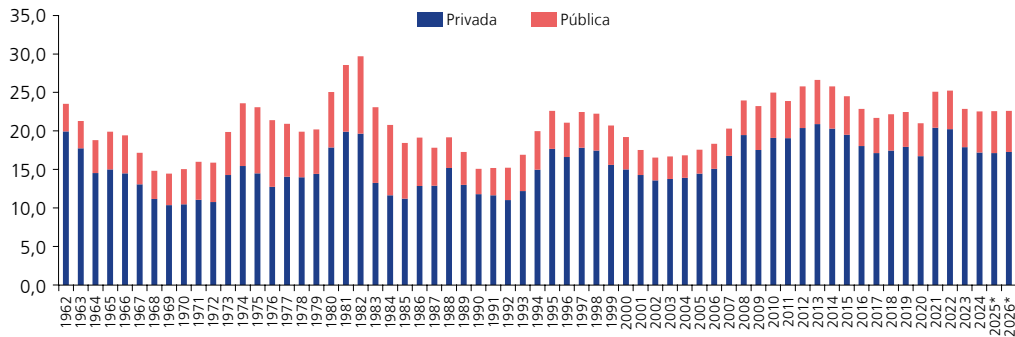
Gráfico 56
INVERSIÓN PÚBLICA
(Variación porcentual real)



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. A pesar del crecimiento real de la inversión tanto pública como privada, los precios del producto total han aumentado más que los precios de los bienes de capital privado, lo que determinó que el ratio nominal caiga. Se estima que la inversión bruta fija se mantendrá relativamente estable en el horizonte de proyección, cercano al 22,6 por ciento del producto.

Gráfico 57
INVERSIÓN BRUTA FIJA: PRIVADA Y PÚBLICA, 1962-2026
(Porcentaje del PBI)



* Proyección.
Fuente: BCRP.





Recuadro 1 RELACIÓN ENTRE LAS DISTINTAS MEDIDAS DE EMPLEO Y LA ACTIVIDAD ECONÓMICA

En este recuadro se utiliza la información de empleo que proviene de los datos administrativos de la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (SUNAT) y los anuarios del Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (MTPE) así como de las encuestas del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) para cuantificar la relación entre el empleo y la actividad económica.

El análisis considera tanto una medida de empleo formal dependiente del sector privado como una medida amplia de empleo. Se estiman correlaciones contemporáneas y dinámicas tanto para el periodo pre como pospandemia del COVID-19. Asimismo, se realiza el análisis de correlación a nivel de sectores económicos. El análisis de correlaciones no condicionadas se complementa con estimaciones de correlaciones condicionadas obtenidas a partir de la estimación de un VAR estructural en el cual se calcula la correlación entre la producción agregada y las distintas medidas de empleo condicionada por la presencia de un conjunto de choques que típicamente enfrenta una economía pequeña y abierta.

Datos administrativos y de encuestas

Para seguir la evolución del empleo formal mensualmente, se cuenta con la Planilla Electrónica de la Sunat, entidad a la que reportan mensualmente el universo de empresas formales. La Planilla Electrónica es un registro administrativo que recoge información mensual sobre puestos de trabajo y el ingreso promedio de los trabajadores del universo de las empresas formales, y es por ello por lo que es la mejor fuente de datos del empleo formal disponible. Además, se reporta información adicional del sector económico al cual pertenece la empresa. En 2024, en promedio, 371 mil empresas privadas reportaron información de puestos de trabajo e ingresos a la Sunat.

Por otro lado, el INEI publica información de empleo a partir de los resultados de la Encuesta Permanente de Empleo Nacional (EPEN)², que incluye una muestra de 134 mil viviendas al año y tiene una cobertura a nivel nacional. A partir de esta encuesta se construyen los principales indicadores del mercado laboral: Población en Edad de Trabajar (PET), Población Económicamente Activa (PEA), Población Económicamente Activa Ocupada, etc. Una de las ventajas del uso de las encuestas es que permite contar con información tanto del mercado laboral formal como informal, y otras variables socioeconómicas ligadas al empleo no disponibles en otras fuentes de información. No obstante, los resultados de las encuestas no han logrado captar el crecimiento del mercado laboral como resultado de la migración o replicar el tamaño del mercado laboral formal dependiente que se registra en la Planilla Electrónica³.

Indicadores de empleo y actividad económica

Entre los diversos indicadores de empleo, destaca el empleo formal dependiente privado de la Planilla Electrónica. Este indicador recoge el universo de empleados dependientes formales, y ha sido el que registra una mayor relación con la actividad económica, especialmente con la actividad no primaria.

2 Hasta 2021, la información de empleo publicada por el INEI provenía del módulo de empleo de la Encuesta Nacional de Hogares (ENAH), con una muestra de 37 mil viviendas.

3 Recuadro 4 del Reporte de Inflación de marzo 2022: Indicadores de Empleo.

De otro lado, a partir de las encuestas de hogares ENAHO y EPEN se puede construir dos medidas de empleo: empleo formal dependiente privado, con el fin de tener un indicador comparable a los registros administrativos, y la PEA ocupada que nos permite tener un indicador tanto del mercado laboral formal e informal.

En el análisis que sigue, se considera las tasas de crecimiento trimestrales interanuales de estas tres medidas de empleo y su relación con la tasa de crecimiento trimestral del PBI. El siguiente cuadro muestra que la serie de empleo formal de registros administrativos es menos volátil⁴ y tiene una mayor correlación con el PBI que el indicador comparable de empleo formal estimado con las encuestas de hogares. Por otro lado, el indicador de PEA ocupada es más volátil y menos correlacionado con el PBI. Adicionalmente, al separar la muestra incluyendo y excluyendo los años de la pandemia y pospandemia, la correlación del indicador de empleo formal de registros administrativos con la actividad se reduce mientras que por el contrario la correlación del indicador de PEA Ocupada con la actividad aumenta. Estos cambios en las correlaciones se podrían deber a los datos atípicos que se observaron durante el periodo de pandemia.

ESTADÍSTICOS DE LAS DISTINTAS MEDIDAS DE EMPLEO

(Series en tasas de crecimiento)

	Datos	Encuestas	
	administrativos	Formal privado	PEA ocupada
Desviación estándar			
2008 - 2019	4,3	6,7	1,0
2020 - 2021	7,6	31,8	23,4
2022 - 2024	3,1	5,4	2,6
Total	5,1	12,9	8,3
Coefficiente de correlación entre PBI y Empleo			
2008 - 2019	0,74 ***	0,34 **	0,07
2020 - 2021	0,71 **	0,96 ***	0,98 ***
2022 - 2024	0,40	-0,28	0,69 **
Total	0,54 ***	0,81 ***	0,91 ***

Nota: Datos administrativos corresponde al empleo dependiente formal privado de la Planilla Electrónica (para el periodo 2013 – 2024) y del anuario del MTPE (para 2009 – 2012). Encuesta PEA ocupada y formal privado es el componente de la PEA estimada a partir de las encuestas ENAHO y la EPEN. (***) Al 95% de confianza estadística. (***) Al 99% de confianza estadística.

El siguiente gráfico muestra la correlación adelantada y rezagada para un horizonte de un año de los tres indicadores laborales estimados. El panel 1 muestra que la actividad económica de los sectores no primarios tiende a adelantar la conducta de las series de empleo que provienen de la planilla electrónica, principalmente en los sectores comercio y servicios; sectores que generan alrededor del 75 por ciento del empleo formal.⁵ En contraste, los datos de encuestas (Paneles 2 y 3) exhiben una correlación contemporánea inferior a 0,4 en todos los sectores. Las correlaciones adelantadas entre el empleo medido a través de encuestas y la actividad económica muestran resultados mixtos: (i) correlaciones adelantadas positivas para la actividad económica en sectores no primarios y el empleo formal privado dependiente (el equivalente a los datos de la planilla electrónica) y (ii) correlaciones adelantadas bajas y negativas para las correlaciones con el empleo medido de una manera más amplia (PEA ocupada).

4 Por ejemplo, el 4,3 de la desviación estándar del crecimiento del empleo de los registros administrativos indica que dado que el promedio de la serie es 5,3 por ciento, los datos están dispersos en +/- 4,3 puntos porcentuales con respecto a este promedio.

5 Al agregar información pospandemia, la correlación entre la actividad en los sectores no primarios y el empleo se reduce y por el contrario, se observa un incremento en la correlación de las series totales.



CORRELACIÓN DINÁMICA ENTRE EMPLEO Y SECTORES PRODUCTIVOS DEL PBI

1- Datos administrativos: 2013 - 2019

	Primario	No Primario	Manufactura	Construcción	Comercio	Servicios	Total
t-4 -	-0,08	0,04	-0,34	0,06	0,54	0,72	-0,15
t-3 -	-0,38	0,33	-0,14	0,32	0,63	0,81	0,03
t-2 -	-0,53	0,51	0,18	0,41	0,71	0,86	0,17
t-1 -	-0,37	0,64	0,28	0,55	0,76	0,88	0,19
t -	-0,07	0,78	0,38	0,68	0,83	0,87	0,32
t+1 -	0,07	0,77	0,42	0,65	0,88	0,82	0,31
t+2 -	0,19	0,73	0,38	0,59	0,86	0,75	0,25
t+3 -	0,16	0,78	0,36	0,52	0,81	0,72	0,30
t+4 -	0,10	0,71	0,38	0,36	0,76	0,66	0,30

2- Encuestas, empleo dependiente formal privado: 2008 - 2019

	Primario	No Primario	Manufactura	Construcción	Comercio	Servicios	Total
t-4 -	0,04	0,23	0,12	0,31	-0,08	0,29	0,08
t-3 -	0,06	0,30	0,22	0,17	-0,04	0,29	0,20
t-2 -	0,11	0,28	0,08	0,20	0,09	0,19	0,31
t-1 -	-0,24	0,26	0,15	0,29	0,12	0,22	0,14
t -	-0,02	0,37	-0,05	0,28	0,29	0,32	0,34
t+1 -	0,03	0,39	-0,05	0,43	0,34	0,43	0,41
t+2 -	-0,03	0,45	0,06	0,45	0,40	0,42	0,39
t+3 -	0,00	0,60	0,06	0,43	0,33	0,50	0,61
t+4 -	-0,28	0,52	0,27	0,52	0,17	0,47	0,50

3- Encuestas, PEA ocupada: 2008 - 2019

	Primario	No Primario	Manufactura	Construcción	Comercio	Servicios	Total
t-4 -	0,05	0,30	0,16	0,30	0,20	0,05	0,21
t-3 -	0,15	0,33	0,23	0,29	-0,06	0,11	0,10
t-2 -	0,09	0,41	0,21	0,29	-0,13	0,05	0,06
t-1 -	0,09	0,33	0,38	0,24	-0,23	0,05	0,04
t -	0,07	0,32	0,09	0,15	-0,03	0,03	0,07
t+1 -	-0,09	0,17	-0,03	0,27	0,17	-0,07	0,03
t+2 -	-0,14	0,00	-0,10	0,32	0,22	-0,10	0,05
t+3 -	-0,01	-0,11	-0,23	0,20	0,14	-0,21	0,00
t+4 -	-0,10	-0,21	-0,17	0,33	-0,16	-0,03	-0,14

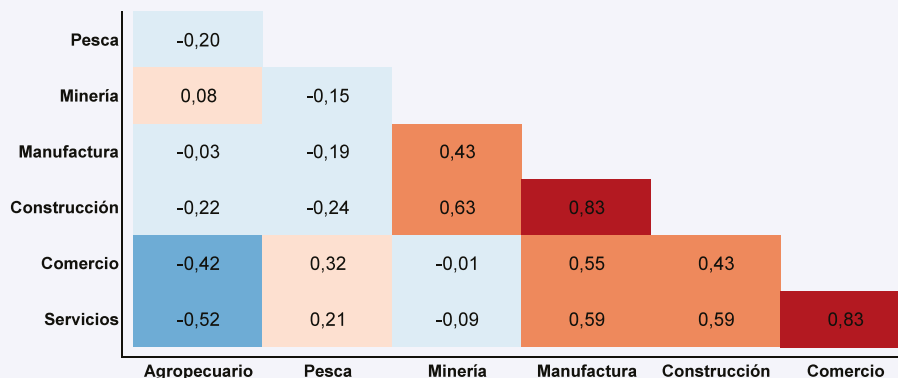
Nota: Correlación dinámica entre el empleo y la producción a nivel sectorial para distintos periodos trimestrales. El cuadro 1 de Datos administrativos se elaboró con datos mensuales de la Planilla Electrónica, en donde el dato de cada mes es el promedio móvil de los tres meses previos. Los cuadros 2 y 3 son elaborados en base a datos trimestrales de empleo formal dependiente privado y PEA ocupada de las encuestas ENAHO y EPEN.

El siguiente gráfico presenta las correlaciones cruzadas entre el empleo que se registra en los distintos sectores de la economía, con los datos administrativos y con aquellos que provienen de las encuestas. El empleo de registros administrativos presenta una alta correlación entre los sectores comercio y servicios; y construcción y manufactura y sugiere cierto nivel de sustitución entre el empleo en el sector agropecuario y los otros sectores. Por otro lado, tanto el empleo formal dependiente privado y la PEA ocupada estimados con encuestas registran correlaciones bajas o nulas.⁶ Al estimar las correlaciones entre los sectores del PBI se encuentra una correlación alta para los sectores comercio y servicios; resultado similar al encontrado entre el empleo de registros administrativos de dichos sectores.

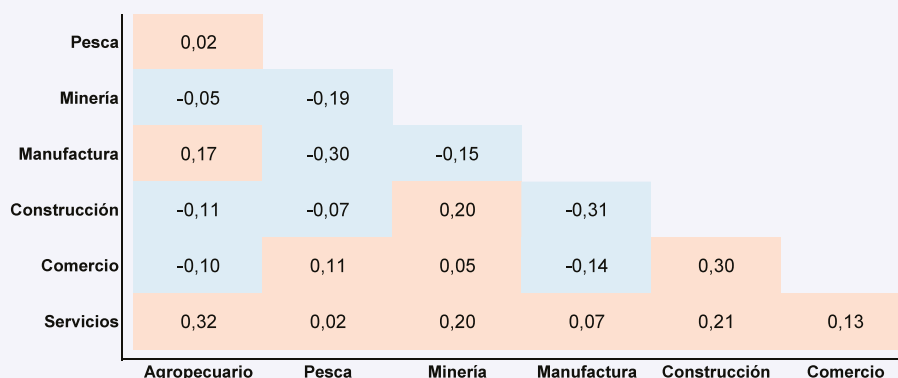
6 Kim (2020) señala que podría existir una recomposición en el empleo cuando un choque de productividad ocurre en el sector manufacturero. Nuestros resultados iniciales sugieren complementariedad entre producción y empleo en el sector manufacturero y en el empleo entre diferentes sectores.

MATRIZ DE CORRELACIONES DEL EMPLEO ENTRE SECTORES

1- Datos administrativos: 2013 - 2019



2- Encuestas, empleo dependiente formal privado: 2008 - 2019



3- Encuestas, PEA ocupada: 2008 - 2019



Nota: Correlación entre el empleo de distintos sectores según origen de datos. El cuadro 1 de Datos administrativos se elaboró con datos mensuales de la Planilla Electrónica, en donde el dato de cada mes es el promedio móvil de los tres meses previos. Los cuadros 2 y 3 son elaborados en base a datos trimestrales de empleo formal dependiente privado y PEA ocupada de las encuestas ENAHO y EPEN.

SVAR y correlaciones condicionadas

Una forma alternativa de estimar el grado de asociación entre el empleo y la producción es a través de correlaciones condicionadas por los efectos de un choque que afecte a todas las variables en un sistema de ecuaciones que representa una economía pequeña y abierta típica. En tal sentido se estima



un sistema de vectores autorregresivos (VAR) en el cual se pueda identificar un conjunto de choques que afectarían a la mano de obra y la actividad económica.

Las series consideradas en el VAR son el tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos (*e*), el precio internacional del petróleo (*oil*), el PBI (*y*), una medida de empleo (*l*) y la tasa de interés interbancaria real (*i*). Se utiliza este orden de las variables para estimar un VAR estructural (SVAR) que responde a una identificación de tipo Cholesky.

Dado un choque (impulso) a una de las variables, se estima la respuesta de empleo y producción a lo largo de un horizonte de tres años. Luego, se calcula el coeficiente de correlación de las respuestas observadas. En otras palabras, se estima la correlación entre producción y empleo, condicionado a que ocurra un choque en alguna de las variables del sistema.

El siguiente cuadro presenta los resultados de incorporar las tres medidas de empleo en el sistema SVAR. Los resultados sugieren que, ante la realización de distintos tipos de choques, el indicador de empleo que proviene de datos administrativos tiene una mayor correlación con el PBI en el periodo prepandemia. El empleo formal privado medido con encuestas en general presenta correlaciones bajas. Por su parte, las correlaciones de PEA ocupada tienden a aumentar cuando se considera toda (lo cual incluye los datos atípicos de la pandemia) la muestra.

Para evaluar la robustez de la estimación de las correlaciones condicionadas, se complementa esta estimación, utilizando 100 mil simulaciones de choques asociados a cada variable, que luego se utilizan para estimar similar número de respuestas de PBI y empleo. En línea con Sims y Zha (1999), las simulaciones utilizan los coeficientes del modelo SVAR y la matriz de varianzas y covarianzas de los residuos de la estimación previa. Finalmente, se considera la mediana de todas las respuestas del PBI y empleo al momento de estimar el coeficiente de correlación. En general, los resultados se mantienen. El indicador de empleo formal de la Planilla Electrónica tiene una mejor correlación con el PBI que los otros indicadores de empleo, salvo cuando se toman los datos atípicos durante y posteriores a la pandemia.

Cabe resaltar que la correlación negativa que se estima con datos administrativos condicionado a un choque de producto para el periodo 2009-2024 podría reflejar el hecho que durante la pandemia el PBI cayó fuertemente pero no así el empleo formal. Ese hecho se debe a medidas de políticas implementadas para enfrentar al COVID-19 que tuvieron un impacto positivo en el empleo como Reactiva.

CORRELACIÓN CONDICIONAL ENTRE PRODUCCIÓN Y EMPLEO

		Datos Administrativos		Encuestas			
				Formal privado		PEA ocupada	
		2008-2019	2008-2024	2008-2019	2008-2024	2008-2019	2008-2024
Modelos SVAR	$\rho_{y,le}$	0,99	0,80	0,81	-0,67	0,89	-0,43
	$\rho_{y,oil}$	0,99	0,53	0,11	0,28	0,27	0,99
	$\rho_{y,i}$	0,99	0,99	0,60	0,05	0,97	0,99
	$\rho_{y,ly}$	0,82	-0,32	-0,41	0,36	0,89	0,92
	$\rho_{y,li}$	0,98	0,28	0,84	0,95	0,29	0,99
Simulaciones	$\rho_{y,le}$	0,99	0,73	0,72	-0,76	0,77	-0,11
	$\rho_{y,oil}$	0,98	0,34	0,29	0,21	0,39	0,99
	$\rho_{y,i}$	0,99	0,98	0,46	0,54	0,95	0,99
	$\rho_{y,ly}$	0,61	-0,18	-0,43	0,37	0,95	0,94
	$\rho_{y,li}$	0,97	0,60	0,64	0,96	-0,38	0,98

Nota: Datos administrativos corresponde al empleo dependiente formal privado de la Planilla Electrónica. Encuesta PEA ocupada y formal privado son los componentes de la PEA estimada a partir de las encuestas ENAHO y la EPEN.

Conclusiones

A nivel agregado, entre 2009 y 2019, la serie de empleo formal de registros administrativos muestra una menor volatilidad y mayor relación con actividad económica, comparado con el indicador de empleo formal estimado con las encuestas de hogares. La PEA ocupada muestra reducida volatilidad y sin relación clara con el PBI. Al incluir los años de la pandemia y pospandemia, la relación del indicador de empleo formal de registros administrativos con la actividad se reduce mientras que mejora la relación del indicador de PEA ocupada con la actividad. Estos cambios en las correlaciones se podrían deber a los datos atípicos durante el periodo de pandemia, en el cual la fuerte caída en el empleo estuvo asociada con el inesperado y prolongado cierre de empresas y negocios, afectando en mayor medida al empleo informal por las medidas de confinamiento que imposibilitaron a las personas salir a trabajar o buscar un nuevo trabajo⁷.

El indicador de empleo de la planilla electrónica a nivel de sectores productivos sugiere que, entre 2013 y 2019, los sectores no primarios tienden a adelantar la conducta del empleo, principalmente en los sectores comercio y servicios. En contraste, los datos de empleo medido con encuestas muestran resultados mixtos, con correlaciones adelantadas bajas y negativas cuando se toma en cuenta el sector al cual pertenece el trabajador.

Las correlaciones cruzadas entre el empleo que se registra en los distintos sectores de la economía de registros administrativos tienen un valor alto en el caso de los sectores no primarios y sugiere que hay sustitución entre el empleo en el sector agropecuario y el de los otros sectores. En este ejercicio, se encontró correlaciones bajas o nulas cuando se utilizan los indicadores de empleo medido por encuestas.

Cuando se considera una estructura VAR en la relación entre empleo y producción agregada encontramos que las correlaciones condicionadas a distintos tipos de choques más altas se dan en los registros administrativos (en el periodo prepandemia) y en el caso de la PEA ocupada (con la muestra completa). En general se encuentra una asociación positiva entre empleo y producción agregada, independientemente de la serie de empleo utilizada. El resultado es robusto incluso cuando se simula distintos escenarios para cada choque del sistema VAR.

Bibliografía

Acurio, B., Pardo, R., Peydró J., Pozo, J. (2023) El impacto de REACTIVA en el sector real y en la toma de riesgos bancarios. BCRP-Documento de Trabajo. DT N 2023-005

Armas, A., Asencios, R., Carrera, C., Castellares, R., y Ledesma, A. (2023) *Peru: labour market, wages and monetary policy in the aftermath of Covid-19*. Bank for International Settlements. BIS Papers, 142.

Kim, B. G. (2020). *Sectoral shifts and comovements in employment*. *Economics Letters*, 192, 1 – 6.

Panovska, I., Zhang, L. (2024). *Jobless recoveries and time variation in labor markets*. *Journal of Macroeconomics*, 81, 103623.

Sims, C., Zha, T. (1999). *Error Bands for Impulse Responses*. *Econometrica*, 67 (5), September, 1113-1155.

7 Ver Armas y otros (2023) para un análisis de correlación entre producción y desempleo en el periodo inmediatamente posterior a la pandemia.



Recuadro 2**LA CALIDAD DE LA REGULACIÓN Y LA COMPETITIVIDAD DE LA ECONOMÍA**

Una regulación bien diseñada e implementada brinda estándares y pautas para los negocios, fomenta la igualdad de condiciones y propicia la competencia, la innovación y la asignación óptima de recursos (OCDE, 2024)⁸. Por su parte, la simplificación normativa es importante porque corrige las ineficiencias causadas por trámites que imponen obstáculos y costos innecesarios a ciudadanos y empresas, que a su vez pueden propiciar la corrupción, y afectar más a las personas de menores ingresos (Roseth et al., 2018)⁹. Tanto la ausencia de buenas prácticas regulatorias como la complejidad de los trámites reducen la eficiencia de la economía y afectan negativamente a la productividad.

Por ejemplo, para el caso de Perú, Schiffbauer, Sampi y Coronado (2022)¹⁰ analizan el impacto de un cambio regulatorio sobre la Productividad Total de Factores (PTF) y el margen de ganancia de las empresas, utilizando datos de la Encuesta Económica Anual (2007-2017) del Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) y los registros de eliminación de barreras burocráticas en 2013 y 2014 del Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual (Indecopi). La reforma permitió al Indecopi investigar de oficio y declarar ilegales o carentes de razonabilidad normas locales (a nivel municipal). Las barreras eliminadas se clasificaron en: (i) licencias, referidas a requisitos ilegales para operar en un sector o municipalidad; (ii) técnicas, relacionadas con exigencias técnicas ilegales para ingresar a un mercado local; y (iii) tarifas, asociadas a tasas administrativas que excedían los montos establecidos por la ley.

Los resultados de dicho estudio muestran que la eliminación de una barrera de entrada a nivel municipal incrementó la PTF de las empresas afectadas en promedio en un 11 por ciento en comparación con aquellas ubicadas en municipios que no eliminaron tales barreras. Además, aunque la reducción de tarifas excesivas (el tercer tipo de barrera estudiada) no tuvo un efecto significativo en la PTF, sí aumentó el margen de ganancia de las empresas, lo que podría tener un efecto indirecto a futuro, si los mayores márgenes de ganancia permiten a las empresas invertir más y crecer. Adicionalmente, se observó que algunas municipalidades eliminaron, de manera preventiva, las regulaciones declaradas ilegales por Indecopi en otros municipios, para evitar las multas impuestas a alcaldes y otros funcionarios públicos.

De otro lado, se aplican procesos y herramientas para mejorar la calidad regulatoria, cuyo ente rector es la Secretaría de Gestión Pública de la Presidencia de Consejo de Ministros (SGP-PCM). Asimismo, participan organismos de supervisión, como la Comisión Multisectorial de Calidad Regulatoria (CMCR)¹¹, responsable de evaluar y validar la aplicación y los resultados del análisis de calidad regulatoria (ACR) ex ante y ex post¹², así como del análisis de impacto regulatorio (AIR)¹³ ex ante y ex post; y la Comisión

8 OECD (2024). Panorama de las Administraciones Públicas: América Latina y el Caribe 2024.

9 Roseth, B., Reyes, A., & Santiso, C. (Ed.) (2018). El fin del trámite eterno: ciudadanos, burocracia y gobierno digital. Banco Interamericano de Desarrollo. <http://dx.doi.org/10.18235/0001150>

10 Schiffbauer, M., Sampi, J., & Coronado, J. (2022). Competition and Productivity: Evidence from Peruvian Municipalities. *Review of Economics and Statistics*, 1-45.

11 Conformada por la Secretaría de Gestión Pública de la PCM, la Dirección de Eficiencia Normativa para la Productividad y Competencia del Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), y la Dirección General de Desarrollo Normativo y Calidad Regulatoria del Ministerio de Justicia y Derechos Humanos (MINJUS).

12 EL ACR se enfoca en la evaluación y mejora de la calidad de los procedimientos administrativos (trámites). El ACR ex-ante es la revisión que se realiza a los procedimientos administrativos que se encuentran contenidos en los proyectos de normas. El ACR ex post es la revisión que se realiza a los procedimientos administrativos que se encuentran en las normas vigentes. Entre 2017 y 2019 se realizó una revisión de las normas vigentes al inicio de dicho período, cubriendo los procedimientos administrativos a cargo de los ministerios y organismos del Poder Ejecutivo, proceso al cual se le denominó "ACR stock".

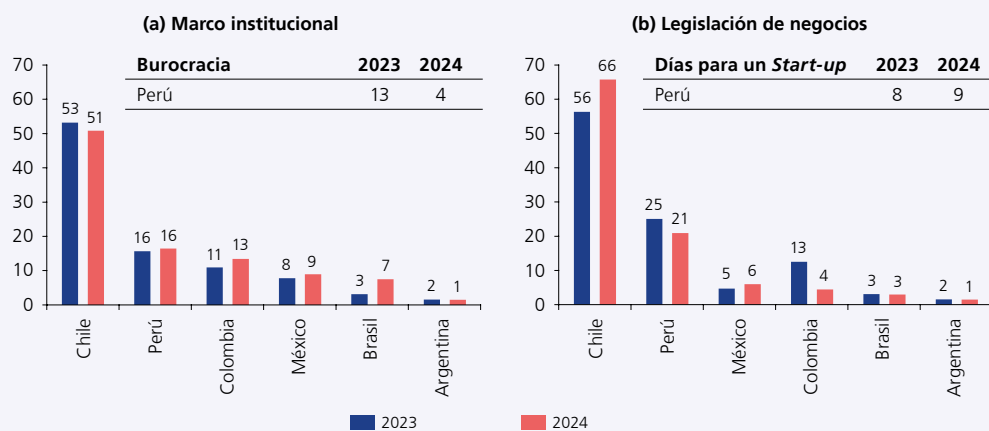
13 El AIR es una evaluación de los efectos positivos y negativos de las propuestas regulatorias (ex ante) y regulaciones existentes (ex post), frente a alternativas no regulatorias.

de Eliminación de Barreras Burocráticas del Indecopi¹⁴, encargada de eliminar regulaciones ilegales o carentes de razonabilidad¹⁵. Además, toda entidad pública está facultada para simplificar sus procedimientos por iniciativa propia¹⁶.

Comparación internacional del marco institucional y la legislación de negocios

De acuerdo con el Ranking de Competitividad Mundial del Institute of Management Development (IMD) de Suiza¹⁷, Perú se ubicó en el percentil 16 (0: peor; 100: mejor) en términos del marco institucional, y en el percentil 21 en legislación para los negocios (ambos son componentes del pilar eficiencia del gobierno) en 2024. Perú está más rezagado en el indicador de burocracia y tiempo para iniciar una empresa, al ubicarse en los percentiles 4 y 9, respectivamente.

**PERÚ: RANKING DE COMPETITIVIDAD MUNDIAL DEL IMD:
PILAR EFICIENCIA DEL GOBIERNO Y COMPONENTES Y PAÍSES SELECCIONADOS**
(Percentiles, 0:peor; 100: mejor)



Nota: La muestra de países para 2023 y 2024 es de 64 y 67, respectivamente. Para burocracia se consultó: "La burocracia no obstaculiza la actividad empresarial". El número de días para iniciar un negocio se mantuvo en 26 desde 2022, según el ranking IMD.
Fuente: IMD y Centrum PUCP.

Tendencias internacionales sobre mejora regulatoria

En cuanto a las **tendencias de las prácticas de política regulatoria en países seleccionados de América Latina y el Caribe**, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) informa que los países han publicado documentos sobre reformas o mejoras regulatorias. Las áreas cubiertas comprenden principalmente el análisis de impacto regulatorio (AIR), evaluación ex post, participación de partes interesadas, cumplimiento regulatorio, simplificación administrativa, coordinación intergubernamental y supervisión regulatoria (OCDE, 2024).

14 Además, en febrero de 2024 se creó la Comisión Multisectorial de naturaleza temporal, dependiente de la PCM, encargada de identificar costos de cumplimiento ineficientes, innecesarios y/o injustificados, así como proponer acciones de simplificación administrativa, con representantes de varios ministerios, y cuya secretaría técnica está a cargo del Indecopi. Recientemente, se amplió su vigencia hasta el 13 de setiembre de 2025.

15 Además, fiscaliza el cumplimiento por parte de las entidades públicas de las normas de simplificación administrativa y la aplicación de los procedimientos administrativos estandarizados y su incorporación a sus respectivos Textos Únicos de Procedimientos Administrativos (TUPA)

16 Al respecto, la Ley 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General (LPAG) establece el principio de simplicidad, que busca agilizar los trámites administrativos para reducir costos y tiempos. Esta norma fue modificada en varias oportunidades para propiciar una mayor simplificación de trámites.

17 Este ranking evalúa la competitividad de los países a través de cuatro pilares: desempeño económico, eficiencia del gobierno, eficiencia empresarial, e infraestructura, los cuales están compuestos por diversos factores específicos.





PRINCIPALES PRÁCTICAS REGULATORIAS EN AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

(Países seleccionados)

	Brasil	Chile	Colombia	Costa Rica	Ecuador	El Salvador	México	Perú	República Dominicana
Áreas cubiertas									
Análisis de impacto regulatorio	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Evaluación ex post	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Participación de partes interesadas	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Cumplimiento regulatorio	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Simplificación administrativa	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Coordinación intergubernamental	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Supervisión regulatoria	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Cooperación regulatoria internacional	No	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	No
Obligación legal para realizar AIR									
Para todas las regulaciones existentes	No	No	No	No	Sí	No	Sí	No	Sí
Para algunas regulaciones subordinadas	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	Sí	No
AIR se lleva a cabo en la práctica									
Para algunas regulaciones subordinadas	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí
Sistemáticamente	No	No	No	No	No	No	Sí	No	No
Motivos para revisar regulaciones existentes									
Evaluación ex post	Sí	Sí	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Codificación	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	No
Consolidación legal	Sí	No	Sí	Sí	Sí	No	Sí	No	No
Cláusulas de caducidad	Sí	No	No	No	No	No	Sí	Sí	No
Cláusulas de revisión	Sí	No	No	No	No	No	Sí	No	No
Simplificación administrativa por nivel de gobierno									
Nacional	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí
Regional	Sí	No	Sí	Sí	No	No	Sí	Sí	No
Municipal	Sí	No	Sí	Sí	No	No	Sí	Sí	No
Guías metodológicas de simplificación administrativa									
	Sí	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Fuente: OCDE (2024).

Perú ha implementado varias iniciativas para optimizar la calidad regulatoria en los últimos años, como la incorporación de la mejora regulatoria en el sistema de modernización de la gestión pública, la creación de la comisión multisectorial de calidad regulatoria (CMCR), el análisis de la calidad regulatoria (ACR) para reducir las cargas administrativas, la aprobación del reglamento del análisis de impacto regulatorio (AIR), la implementación de herramientas digitales para facilitar procesos, la aprobación en mayo de 2023 de la Ley General de Mejora de Calidad Regulatoria¹⁸ y la reciente aprobación de su reglamento (el 25-feb.-2025), en donde se añade un espacio de prueba (*sandbox*) regulatorio¹⁹ al conjunto de instrumentos para la mejora de la calidad regulatoria, instrumentos para fortalecer la confianza ciudadana²⁰, la posibilidad de que los ciudadanos puedan denunciar cualquier infracción que genere barreras burocráticas ante Indecopi, entre otras. Además, se han aprobado los lineamientos que establecen los criterios para el desarrollo e implementación de los procedimientos administrativos estandarizados (PAE) en las entidades de la administración pública²¹, entre otras.

18 Unifica la regulación del ACR de los procedimientos administrativos con los diferentes instrumentos de mejora de la calidad regulatoria. La norma fue aprobada mediante el Decreto Legislativo N.º 1565 del 28-mayo de 2023.

19 Es un espacio de prueba supervisado, controlado y temporal, diseñado para evaluar nuevas o modificación de reglas, mecanismos y regulaciones en sectores estratégicos y/o prioritarios.

20 Incluye: el desarrollo de la Red Nacional de Mejora de la Calidad Regulatoria por parte de la Secretaría de Gestión Pública en un plazo no mayor a 120 días contado a partir del 26 de febrero de 2025, el Observatorio nacional de Mejora Regulatoria, el Laboratorio de Innovación Regulatoria y el Índice Nacional de Mejora Regulatoria.

21 Resolución de secretaría de Gestión Pública N°003-2024-PCM/SGP del 31-ago.-2024.

Oportunidades de mejora de la calidad de la regulación en Perú

El ciclo regulatorio requiere de evaluaciones periódicas de las regulaciones existentes para determinar si se lograron los objetivos previstos y para mantenerlas actualizadas, e inclusive identificar sus efectos no deseados. En la región se aplican distintos enfoques para iniciar y realizar las revisiones de las regulaciones existentes. Por ejemplo, Brasil y México utilizan evaluación ex post, codificación, consolidación legal, cláusulas de caducidad²² y de revisión, mientras que Perú, solo evaluación ex post y cláusulas de caducidad.

Con respecto a la implementación persisten retos, en particular, en los gobiernos locales. Se observa una limitada, aunque creciente incorporación de los procedimientos administrativos estandarizados (PAE)²³ para trámites comunes priorizados (como acceso a información pública y licencias de funcionamiento) en los textos únicos de procedimientos administrativos (TUPA)²⁴; la falta de una implementación del AIR Ex Ante con un cronograma específico que permita medir los avances; y hay espacios de mejora en materia de digitalización²⁵, entre otros.

Considerando las mejores prácticas internacionales y las oportunidades para elevar la calidad regulatoria del país se podría: (i) dotar de mayores recursos y gradualmente crear oficinas descentralizadas de la Subsecretaría de Simplificación y Análisis Regulatorio (SSAR) que operen eficientemente; (ii) fortalecer con recursos presupuestales y personal calificado a todas las unidades e instituciones involucradas en el proceso de mejora regulatoria en base a criterios meritocráticos, con una gobernanza que minimice el riesgo de injerencia política, para que promueva una fiscalización eficiente; (iii) fortalecer las capacidades del capital humano, principalmente en los gobiernos subnacionales, brindando más recursos que permitan cumplir con los plazos a las instituciones encargadas de emitir autorizaciones para el entorno de los negocios; (iv) acelerar la simplificación administrativa mediante la ampliación de la aplicación del silencio administrativo positivo y aprobación automática, y avanzar en la implementación de los PAE en los gobiernos subnacionales en aquellas áreas que puedan beneficiarse de la estandarización; (v) incorporar la mejora de la calidad regulatoria como parte de la herramienta Presupuesto por Resultados del MEF; (vi) ampliar la aplicación del AIR Ex Ante a los gobiernos subnacionales y al Poder Legislativo, con equipos técnicos especializados; y (vii) mejorar la provisión y el uso de información estadística que sirva como evidencia para sustentar adecuadamente la preparación normativa.

Finalmente, sería recomendable impulsar la digitalización para cumplir oportunamente con los plazos legales y contar con un servicio civil meritocrático y estable y una adecuada aplicación de estándares de calidad regulatoria.

22 Según OCDE (2024), la codificación consolida las enmiendas realizadas durante un período de tiempo a una ley determinada, mientras que la consolidación legal reúne en un único documento varias leyes o regulaciones subordinadas que regulan un ámbito concreto. En tanto, las cláusulas de caducidad se utilizan para garantizar que una ley particular deje de tener efecto tras un periodo estipulado (OCDE, 2012). Ver: OCDE (2012). La evaluación de leyes y regulaciones: El caso de la Cámara de Diputados de Chile.

23 Los PAE son procedimientos simplificados y uniformes que eliminan prácticas diferenciadas no contempladas en la normativa vigente que perjudican a las personas. Ver: SGP-PCM (2024). Lineamientos que establecen los criterios para el desarrollo e implementación de los procedimientos administrativos y servicios prestados en exclusividad estandarizados en las entidades de la administración pública.

24 Al 7-mar.-2025, los TUPA de todos los ministerios ya incorporan el PAE de acceso a la información pública, y los TUPA de 9 gobiernos regionales incorporan los PAE sectoriales priorizados (energía y minas, transportes y comunicaciones, producción, turismo, educación, entre otros). Al 12-feb.-2025, solo el 11,3 y 7,5 por ciento de los gobiernos locales han incorporado en su TUPA los PAE de licencia de funcionamiento y de inspecciones técnicas de seguridad en edificaciones, respectivamente (SGP-PCM).

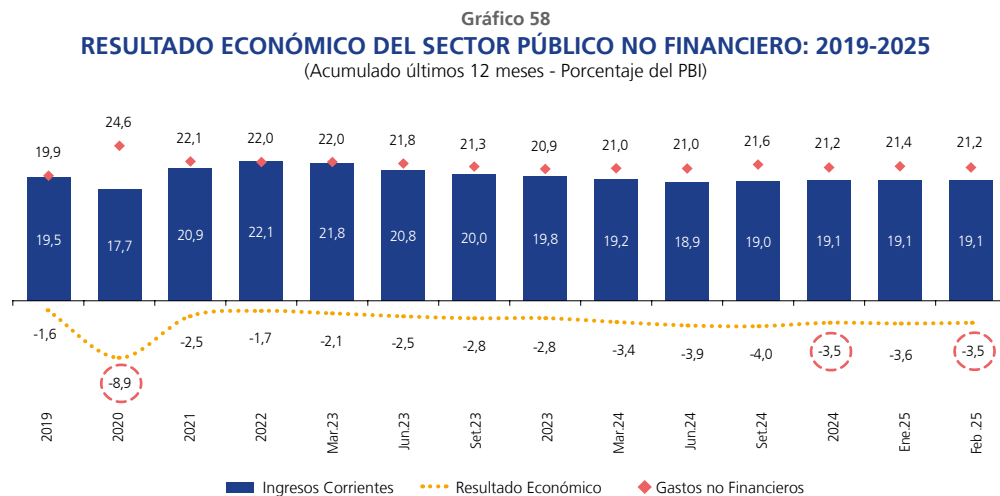
25 En Perú, al 28-feb.-2025 solo el 15 por ciento de las municipalidades contaba con un Plan de Gobierno Digital vigente y el 29 por ciento tenía un Comité de Gobierno y Transformación Digital vigente. Ver: Indicadores de Transformación digital. Reporte de avances en gobierno y transformación digital. <https://indicadores.digital.gob.pe/>



IV. Finanzas públicas

54. El **déficit fiscal** aumentó de 2,8 a 3,5 por ciento del PBI entre 2023 y 2024, debido principalmente a la caída de los ingresos corrientes como porcentaje del PBI, afectados por el efecto rezagado de la menor actividad económica y la caída de los precios de exportación en 2023. A esto se sumó el fuerte crecimiento de los gastos de capital y los aumentos salariales, que ampliaron los gastos no financieros. Además, se registró un deterioro del flujo de caja de Petroperú.

El déficit fiscal acumulado en los últimos doce meses se mantuvo en 3,5 por ciento del PBI entre diciembre de 2024 y febrero de 2025. Los ingresos y los gastos se mantuvieron constantes en términos del producto.



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.
Fuente: MEF, Sunat y BCRP.

Los ingresos corrientes del Gobierno General crecieron 3,5 por ciento en términos reales (acumulado doce meses a febrero respecto al mismo acumulado de febrero del año pasado). Según componentes, se registró un incremento en la recaudación del impuesto general a las ventas (IGV), tanto en ventas internas como el aplicado a las importaciones, impuesto a la renta (IR); así como mayores ingresos por contribuciones

sociales, traslado de detracciones, impuesto especial a la minería, recursos propios y multas. Este crecimiento ocurrió en un contexto favorable de la actividad económica, precios más altos de los metales de exportación y un aumento en el valor de las importaciones. Además, se incrementaron los ingresos por amnistía y fraccionamiento debido al nuevo régimen especial temporal aplicable desde setiembre de 2024.

Los gastos no financieros mostraron una expansión de 7,1 por ciento en términos reales. El crecimiento se observó en los tres niveles de Gobierno, aunque destacó la formación bruta de capital. También contribuyeron los gastos más altos en otros gastos de capital por la capitalización de Petroperú en 2024 y el mayor otorgamiento del bono habitacional en 2025, así como los mayores gastos en remuneraciones, debido a aumentos salariales otorgados a los diferentes regímenes laborales del sector público.

55. Se proyecta que el **déficit fiscal** se reduzca de 3,5 a 2,2 por ciento del PBI entre 2024 y 2025, para finalmente ubicarse en 1,8 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Ambas cifras coinciden con el límite establecido por la regla fiscal transitoria del Decreto Legislativo N° 1621.

La proyección de 2025 considera un incremento de los ingresos corrientes, respecto al año previo, impulsado por mayores pagos por regularización del IR y coeficientes de pago a cuenta más altos, como resultado del efecto rezagado de la aceleración de la actividad económica y los altos precios de los minerales de exportación en 2024, que generan un mayor saldo por regularizar. Asimismo, el mayor crecimiento esperado del PBI y los precios de exportación para este año, favorecerían la recaudación del IR de personas jurídicas, el IGV, las regalías mineras, el impuesto especial a la minería y las contribuciones sociales. También contribuirá la aplicación del IGV a los servicios digitales brindados por empresas no domiciliadas, el impuesto selectivo al consumo (ISC) e impuesto a las apuestas a distancia. Finalmente, se espera un incremento en los ingresos extraordinarios, en parte debido a la venta de empresas del sector eléctrico en 2024.

Además, esta proyección contempla una moderación en el crecimiento de los gastos no financieros y que no habría nuevas capitalizaciones de Petroperú, lo que permitirá que el gasto se reduzca de 21,2 a 20,9 por ciento del PBI entre 2024 y 2025. Por otro lado, se espera un mayor resultado primario de las empresas estatales (excluyendo el efecto de la capitalización de Petroperú en 2024). Ello considerando una expansión en la participación del mercado de Petroperú y el pleno funcionamiento de la refinería de Talara, no obstante, se prevé que la carga de intereses mantendrá a la empresa con un resultado económico negativo durante el horizonte de proyección.

Para 2026 se espera que el déficit siga reduciéndose, alcanzando un nivel de 1,8 por ciento del PBI. El proceso de consolidación fiscal proyectado se basa en una disminución de los gastos no financieros como porcentaje del PBI, donde el gasto corriente se reduciría de 15,0 a 14,8 por ciento del producto entre 2025 y 2026, y el gasto en formación bruta de capital pasaría de 5,2 a 5,0 por ciento del PBI. Por último, se espera la continuidad en la recuperación del resultado primario de las empresas estatales, especialmente de Petroperú.

Los supuestos de proyección de las cuentas fiscales consideran: (i) ingresos extraordinarios por renta en 2025, derivados en parte por la venta de empresas del sector eléctrico; (ii)





la continuidad de las acciones de fiscalización de la Sunat; (iii) un manejo prudente de la política tributaria y de la programación del gasto público; y (iv) un mayor resultado primario de las empresas públicas, neto de la operación de capitalización de Petroperú en 2024. Bajo estos supuestos, se espera que el déficit fiscal convergería a los límites establecidos por la regla fiscal, coadyuvando a que Perú se mantenga como una de las economías con menor riesgo país en la región.

El comportamiento prudente del gasto público es especialmente importante en la presente coyuntura, a fin de cumplir con las reglas fiscales y converger a déficits compatibles con una trayectoria descendiente de la deuda pública. Por un lado, debido a la capitalización de Petroperú, en 2024 se incumplió la regla de crecimiento del gasto no financiero, por lo que, dada la normatividad fiscal, implicará un ajuste a la baja en el límite al crecimiento del gasto público en 2025.

En el mismo sentido, el éxito en la promoción de los acuerdos para Obras por Impuestos (Oxi) en 2024 (adjudicaciones por más de S/ 4,0 mil millones), generarán una presión al alza en el gasto público (por la emisión de los certificados de inversión pública regional y local) en el periodo 2025 y 2026. Asimismo, la aplicación de la reciente sentencia del Tribunal Constitucional sobre la Ley N° 31729, que autorizaba las emisiones de bonos de reconocimiento por aportes posteriores a 2001, podría generar en el corto plazo una caída en los ingresos por contribuciones sociales y un incremento en la deuda pública.

Estos factores determinan que aun cuando los ingresos fiscales puedan superar los previstos en el Marco Macroeconómico Multianual 2025-2028, se limite los potenciales créditos suplementarios al presupuesto público 2025.

Cuadro 28
SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
(Porcentaje del PBI)

	2024	2025*			2026*	
		Febrero ^{1/}	RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
1. Ingresos corrientes del Gobierno General	19,1	19,1	20,5	20,4	20,3	20,2
<i>Variación % real</i>	2,4%	3,5%	10,8%	11,7%	2,3%	2,3%
2. Gastos no financieros del Gobierno General	21,2	21,2	21,0	20,9	20,4	20,4
<i>Variación % real</i>	7,1%	7,1%	1,5%	3,0%	0,6%	1,0%
<i>Del cual:</i>						
Gasto corriente	15,0	14,8	15,1	15,0	14,8	14,8
<i>Variación % real</i>	1,4%	1,1%	3,6%	4,5%	1,0%	2,0%
Formación bruta de capital	5,0	5,1	5,2	5,2	5,1	5,0
<i>Variación % real</i>	15,8%	13,0%	4,7%	7,0%	1,1%	0,9%
3. Otros 2/	0,2	0,3	0,0	0,0	0,1	0,1
4. Resultado primario (1-2+3)	-1,8	-1,8	-0,4	-0,5	0,0	-0,1
5. Intereses	1,7	1,7	1,8	1,7	1,8	1,8
6. Resultado económico	-3,5	-3,5	-2,2	-2,2	-1,8	-1,8

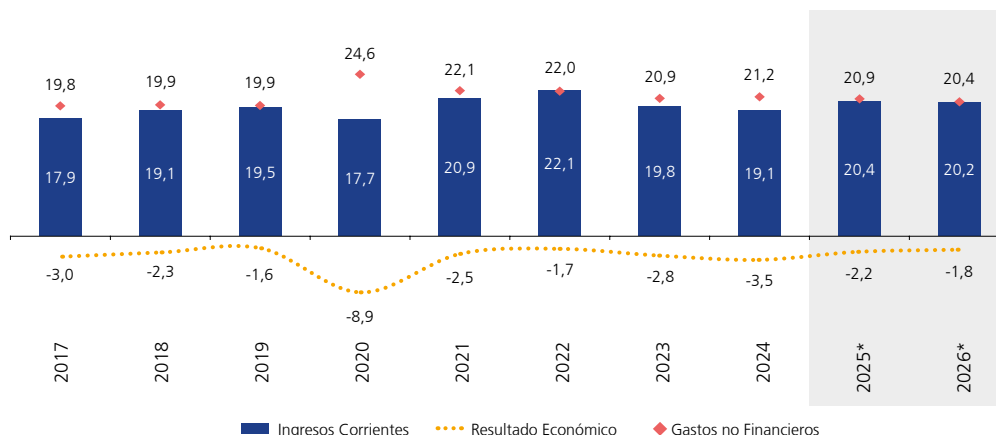
1/ Los ratios en porcentaje del PBI y las variaciones porcentuales reales representan el acumulado en los últimos doce meses a febrero.

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

* Proyección

RI: Reporte de Inflación.

Gráfico 59
RESULTADO ECONÓMICO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2017-2026
 (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

56. Se prevé que los **ingresos corrientes** muestren una expansión real de 11,7 por ciento en 2025 y como porcentaje del PBI representen 20,4 por ciento, nivel superior en 1,3 p.p. al registrado al cierre de 2024.

El aumento real de los ingresos se debe a un incremento en los pagos por regularización y los mayores coeficientes de pagos a cuenta del IR, beneficiados por la favorable evolución de la actividad económica y los altos precios de los metales de exportación (oro, zinc y cobre) en 2024. Asimismo, se espera que el mayor dinamismo de la demanda interna y el aumento del valor de las importaciones generen un incremento en la recaudación del IGTV, tanto en ventas internas como el aplicado a las importaciones; así como en el ISC.

Por otro lado, se esperan mayores ingresos relacionados con el sector minero, debido a una proyección más alta para los precios de los metales de exportación. A su vez, el crecimiento del empleo y el ingreso promedio formal elevarían la recaudación del IR de personas naturales y las contribuciones sociales. Finalmente, se espera mayores ingresos extraordinarios, derivados de la venta de empresas del sector eléctrico e ingresos por amnistía y regularización (fraccionamiento especial de deudas tributarias).

Para 2026 se estima que los ingresos alcancen el 20,2 por ciento del producto, porcentaje inferior en 0,2 p.p. al proyectado para 2025. Esta disminución se explica principalmente por los ingresos extraordinarios de 2025, lo que limitaría el crecimiento real de los ingresos en 2,3 por ciento, una tasa inferior al crecimiento del producto y, por tanto, resultaría en una caída del ratio de ingresos como porcentaje del PBI. No obstante, en línea con la evolución proyectada del PBI, de los precios de los metales de exportación y del valor de las importaciones, se prevé un incremento en la recaudación del IR de personas jurídicas, IGTV, ISC e ingresos relacionados al sector minero.





Además de lo mencionado, en el horizonte de proyección, se prevé un impacto positivo de las medidas tributarias y las acciones de fiscalización, como la aplicación del IGVA a servicios digitales y la importación de bienes intangibles, el impuesto a los juegos y apuestas deportivas a distancia; así como la fiscalización de los sujetos sin capacidad operativa y la no renovación de iniciativas legislativas en materia tributaria que reducen ingresos.

Respecto al Reporte previo, la proyección de los ingresos corrientes como porcentaje del PBI se revisa a la baja de 20,5 a 20,4 por ciento para 2025 y de 20,3 a 20,2 por ciento para 2026. Si bien se ha ajustado al alza el crecimiento real de los ingresos para 2025, el nivel de ingresos como porcentaje del producto de 2024 fue menor a lo previsto en diciembre —19,1 en vez de 19,2 por ciento—. Además, la menor proyección del precio del petróleo crudo para 2026 provocó una revisión a la baja en la recaudación proveniente del sector hidrocarburos, afectando aún más el ratio de ingresos para ese año.

Cuadro 29
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2024	2025*		2026*		
		Febrero ^{1/}	RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
INGRESOS TRIBUTARIOS	14,7	14,8	16,0	15,9	15,8	15,8
Impuesto a la renta (IR)	6,1	6,0	7,1	7,0	6,8	6,8
Impuesto General a las Ventas (IGV)	8,1	8,2	8,4	8,3	8,5	8,4
Impuesto Selectivo al Consumo (ISC)	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Impuesto a las importaciones	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1
Otros ingresos tributarios	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9
Devolución de impuestos	-2,2	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3
INGRESOS NO TRIBUTARIOS	4,4	4,3	4,5	4,5	4,5	4,5
Contribuciones sociales	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0
Recursos propios y transferencias	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Canon y Regalías	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7
Resto	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
TOTAL	19,1	19,1	20,5	20,4	20,3	20,2

^{1/} Representa el acumulado en los últimos doce meses a febrero.

* Proyección

RI: Reporte de Inflación.

Gastos no financieros

57. Para 2025 se espera un crecimiento del **gasto no financiero** de 3,0 por ciento en términos reales y que éste se sitúe en 20,9 por ciento del PBI, cifra inferior en 0,3 p.p. a la de 2024.

En el crecimiento real del gasto se contempla un incremento en las remuneraciones, resultado de los aumentos salariales contemplados en la Ley de Presupuesto 2025. Además, contribuirá a este incremento el mayor gasto en formación bruta de capital en los tres niveles de gobierno, en línea con el avance en la ejecución de proyectos registrado

en lo que va de 2025. Asimismo, se espera un mayor gasto en adquisición de bienes y servicios (como los destinados a mantenimiento y gasto de defensa) y en transferencias corrientes, debido a mayores subvenciones a programas sociales. La presente proyección asume que no habrá nuevas capitalizaciones de Petroperú, lo cual atenuaría el crecimiento del gasto en 2025.

Para 2026 se considera que el gasto continúe reduciéndose, alcanzando el 20,4 por ciento del PBI, como resultado de una moderación en su tasa de crecimiento, especialmente en el componente corriente. Por su parte, el crecimiento del gasto en formación bruta de capital se vería influenciado por el cambio de autoridades en el Gobierno Nacional. Estos factores, llevarían a que el gasto corriente disminuya de 15,0 a 14,8 por ciento del PBI entre 2025 y 2026; mientras que el gasto en formación bruta de capital pase de 5,2 a 5,0 por ciento del PBI.

Respecto a lo previsto en el último Reporte, la proyección de gastos no financieros como porcentaje del PBI se reduce de 21,0 a 20,9 por ciento del PBI para 2025. Esta revisión se atribuye principalmente a un punto de inicio inferior a lo que se tenía previsto en diciembre (21,2 por ciento del PBI en vez de 21,4), explicado por el menor avance en gastos corrientes e inversión de gobiernos subnacionales.

Cuadro 30
GASTOS NO FINANCIEROS DEL GOBIERNO GENERAL
(Porcentaje del PBI)

	2024	2025*			2026*	
		Febrero ^{1/}	RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
GASTO CORRIENTE	15,0	14,8	15,1	15,0	14,8	14,8
Gobierno Nacional	9,4	9,3	9,6	9,5	9,4	9,4
Gobiernos Regionales	3,8	3,8	3,8	3,8	3,7	3,7
Gobiernos Locales	1,7	1,7	1,7	1,7	1,7	1,6
GASTO DE CAPITAL	6,2	6,3	5,8	5,9	5,6	5,6
Formación Bruta de Capital	5,0	5,1	5,2	5,2	5,1	5,0
Gobierno Nacional	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1
Gobiernos Regionales	1,3	1,3	1,4	1,3	1,3	1,2
Gobiernos Locales	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,7
Otros	1,2	1,2	0,7	0,7	0,6	0,6
TOTAL	21,2	21,2	21,0	20,9	20,4	20,4
Gobierno Nacional	12,5	12,5	12,2	12,2	11,9	12,1
Gobiernos Regionales	5,1	5,1	5,2	5,1	5,1	4,9
Gobiernos Locales	3,6	3,6	3,6	3,5	3,5	3,4

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

* Proyección.

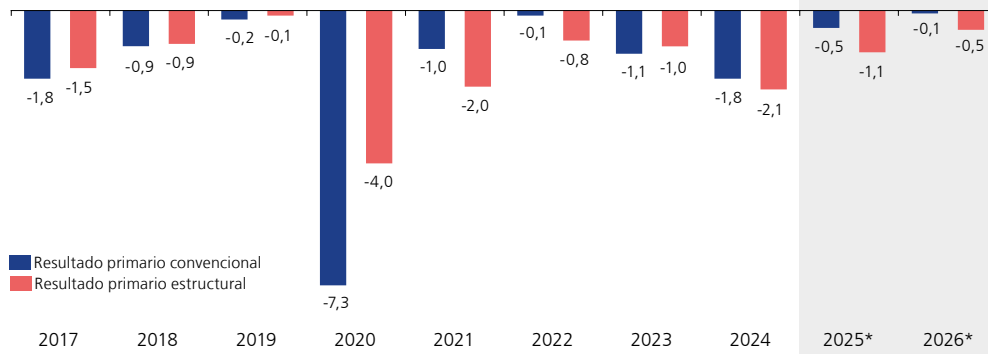
RI: Reporte de Inflación.

Postura fiscal

58. 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 1,1 y 0,5 por ciento del PBI potencial para 2025 y 2026, respectivamente.



Gráfico 60
**RESULTADO PRIMARIO CONVENCIONAL Y ESTRUCTURAL
 DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO: 2017-2026**
 (Porcentaje del PBI y PBI potencial)



* Proyección.

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

Financiamiento y deuda

59. Se prevé que los **requerimientos de financiamiento** disminuyan en 2025 respecto al año anterior, principalmente debido a la menor amortización de la deuda interna, a su vez atribuida a un efecto estadístico asociado a la Operación de Administración de Deuda (OAD) realizada en junio-julio de 2024, así como por el menor déficit fiscal esperado. Para 2026, se proyecta un incremento en las amortizaciones de la deuda pública, en línea con los vencimientos de bonos soberanos y globales. En cuanto a las **fuentes de financiamiento**, la proyección para 2025 asume que no habrá nuevas emisiones de bonos en el marco de una OAD y se prevé un menor uso de depósitos.

Respecto al Reporte de diciembre, las proyecciones de los requerimientos de financiamiento se mantienen relativamente constantes para 2025 y 2026.

Cuadro 31
REQUERIMIENTO FINANCIERO Y FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO
 (Millones de soles)

	2024	2025*		2026*		
		Ene-Feb	RI Dic.24	RI Mar.25	RI Dic.24	RI Mar.25
I. USOS	69 876	1 759	32 301	32 277	35 763	35 807
1. Amortización	31 711	379	7 300	7 002	13 773	13 438
a. Externa	9 625	286	6 559	6 285	9 012	8 677
b. Interna	22 086	92	741	717	4 761	4 761
<i>Del cual: bonos de reconocimiento 1/</i>	500	65	550	520	550	550
2. Resultado económico 2/	38 165	1 381	25 001	25 276	21 990	22 369
II. FUENTES	69 876	1 759	32 301	32 277	35 763	35 807
1. Desembolsos y otros	50 949	3 349	28 581	28 363	35 473	35 305
a. Créditos externos	7 331	343	8 981	8 763	5 473	5 305
b. Bonos globales y soberanos 3/	43 618	3 006	19 600	19 600	30 000	30 000
2. Variación de depósitos y otros 4/	18 928	-1 589	3 720	3 914	290	502

Nota:

Porcentaje del PBI

Saldo de deuda pública bruta

Saldo de deuda pública neta

Saldo de depósitos públicos

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.

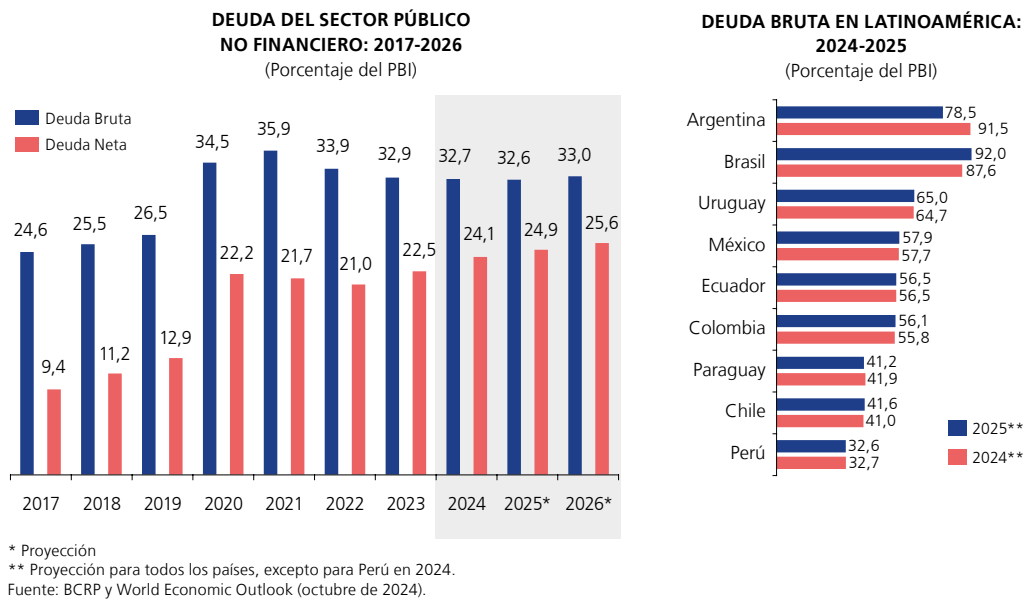
* Proyección.

RI: Reporte de Inflación.

60. Se proyecta que la **deuda neta** de depósitos del Sector Público No Financiero se incremente de 24,1 a 24,9 por ciento del PBI entre 2024 y 2025 y se ubique en 25,6 por ciento del PBI hacia el final del horizonte de proyección. Por su parte, se prevé que la deuda bruta del Sector Público No Financiero pase de 32,7 a 32,6 por ciento del PBI entre 2024 y 2025, y aumente a 33,0 por ciento del PBI para 2026.

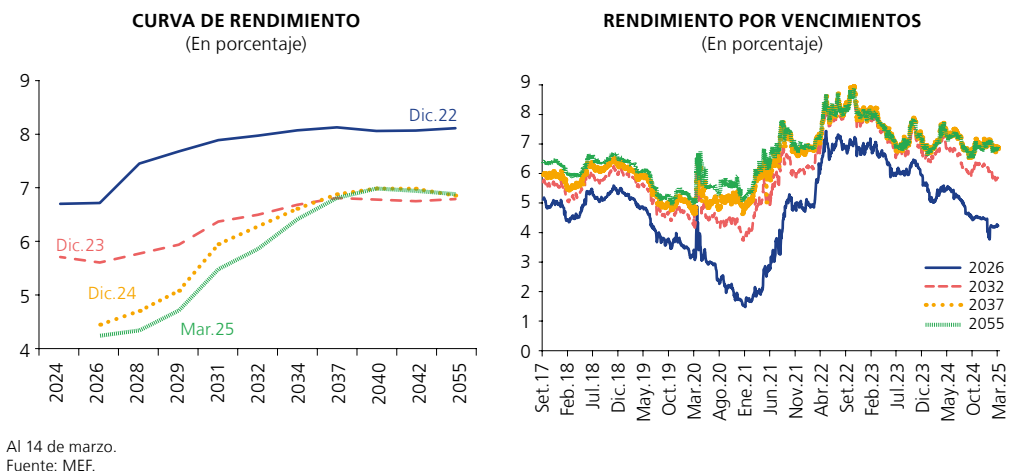
La diferencia entre la variación de la deuda neta y deuda bruta proyectada a 2026 obedece a la evolución esperada de los activos financieros, cuyo porcentaje respecto al PBI se proyecta que disminuirá desde 8,6 hasta 7,4 por ciento del producto entre 2024 y 2026. Por su parte, la proyección de la deuda pública seguirá situándose entre las más bajas de la región.

Gráfico 61



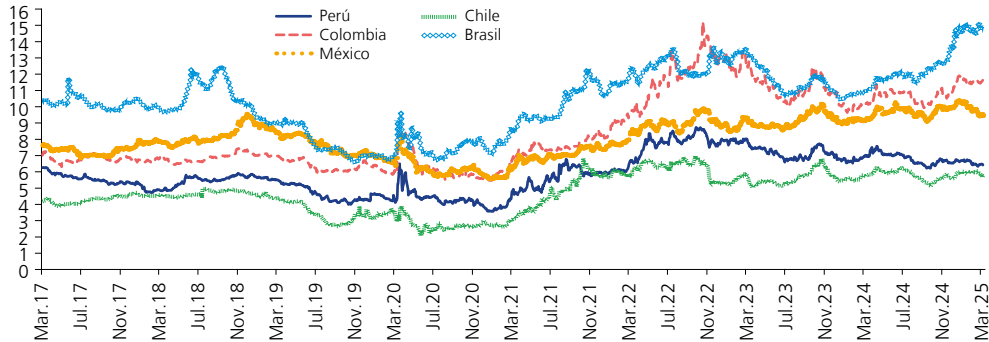
61. Las tasas de rendimiento de los Bonos del Tesoro Público (BTP) con tasa de interés fija en soles han disminuido en promedio 21 puntos básicos entre diciembre de 2024 y marzo de 2025. Ello se ha dado principalmente en aquellos bonos del tramo corto y medio de la curva de rendimiento, en línea con la reducción de la tasa de referencia del BCRP y de las tasas de rendimiento de los valores del Tesoro Americano a plazos entre 1 y 30 años (promedio de 20 puntos básicos).

Gráfico 62



Comparando el rendimiento de los bonos gubernamentales a 10 años en la región, entre el 30 de diciembre de 2024 y el 14 de marzo de 2025 se observa una reducción en todos los países. Así, los bonos de Colombia, Chile, Brasil y México disminuyeron en 23, 25, 35, y 98 puntos básicos, respectivamente. En el caso del bono peruano, la tasa de rendimiento disminuyó de 6,62 a 6,42 por ciento en lo que va del primer trimestre de 2025.

Gráfico 63
RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL
(En porcentaje)

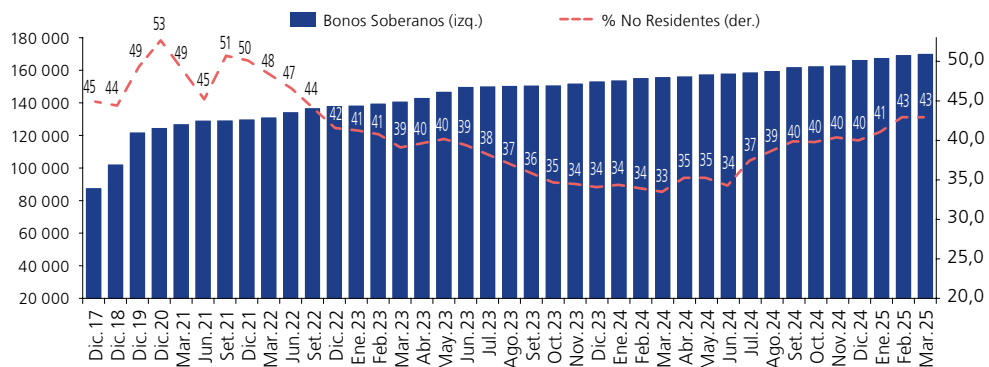


Al 14 de marzo.
Fuente: MEF y Reuters.

Similarmente, las tasas de rendimiento de los bonos globales peruanos en dólares acumulan una reducción promedio de 18 puntos básicos, influenciado por la evolución de los bonos gubernamentales estadounidenses que han disminuido en promedio 15 puntos básicos. En particular, la tasa de rendimiento del bono peruano a 10 años disminuyó de 5,87 a 5,67 por ciento, mientras que la tasa de rendimiento del bono estadounidense bajó de 4,53 a 4,31 por ciento. Por otra parte, el EMBIG Perú subió de 160 a 167 puntos básicos durante el periodo analizado.

62. El saldo de bonos soberanos, al 14 de marzo se ubica en S/ 169,8 mil millones, mayor en S/ 3,7 mil millones al saldo de diciembre de 2024. En el primer trimestre, los bancos y las AFP son los principales ofertantes, mientras que, por el lado de la demanda destacan los inversionistas foráneos. La participación de los inversionistas no residentes aumentó de 40 a 43 por ciento entre diciembre de 2024 y marzo de 2025, continuando la tendencia creciente observada desde junio de 2024.

Gráfico 64
SALDO DE BONOS SOBERANOS Y PARTICIPACIÓN DE INVERSIONISTAS NO RESIDENTES
(Millones de soles y porcentaje)



Al 14 de marzo.
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.

Recuadro 3
EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE RENDIMIENTO DE
BONOS GUBERNAMENTALES EN PERÚ Y AMÉRICA LATINA
(2019-2025)

El presente recuadro describe la evolución del rendimiento y del diferencial de tasas de interés de los bonos gubernamentales de Perú y la región latinoamericana²⁶, para el periodo comprendido entre enero de 2019 y febrero de 2025. Durante este lapso los mercados financieros experimentaron cambios en el apetito por el riesgo, lo que generó una salida heterogénea de capitales, la depreciación de las monedas locales frente al dólar y un aumento en las primas por riesgo en las economías emergentes. Ello se dio en el contexto de: (i) la pandemia del Covid-19 (2020-2021) y las políticas monetarias expansivas adoptadas para mitigar los efectos de la emergencia sanitaria; (ii) las presiones inflacionarias globales (2021-2023); (iii) la incertidumbre política derivadas de las elecciones presidenciales de 2021 en el caso de Perú; (iv) los cambios en la perspectiva y calificación de la deuda peruana²⁷ (2022 a 2024); (v) las tensiones geopolíticas entre Rusia y Ucrania desde 2022; (vi) la aprobación de retiros extraordinarios de los aportes de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) entre 2020 y 2024; y (vii) los cambios en la expectativa de normalización de la política monetaria en Estados Unidos (2024).

Tamaño del mercado de renta fija gubernamental

En la región, el saldo total de bonos de gobierno²⁸ aumentó de USD 2 371 mil millones en diciembre de 2019 a USD 2 847 mil millones en diciembre de 2024. Brasil y México son los principales emisores, representando el 58 y 27 por ciento del total, respectivamente. En el caso de Perú, el saldo de bonos gubernamentales, incluyendo valores en soles, en soles de valor ajustados a la inflación (VAC), en dólares y euros, creció de USD 47 mil millones en diciembre de 2019 a USD 72 mil millones en diciembre de 2024, lo que equivale a un aumento de 49 por ciento en su saldo. La participación de Perú en la región es de alrededor de 3 por ciento a diciembre de 2024 (2 por ciento en diciembre de 2019). En términos del Producto Bruto Interno (PBI), la deuda gubernamental en bonos de Perú representa el 27 por ciento, mientras que el promedio regional a diciembre de 2024 se sitúa cerca del 49 por ciento al cuarto trimestre de 2024.

Por su parte, las colocaciones en el mercado internacional han mostrado fluctuaciones en los últimos años debido a diversos factores. Entre 2019 y 2021, se registró un crecimiento sostenido en las emisiones, impulsado principalmente por la necesidad de financiar el gasto asociado a la pandemia del Covid-19. En 2022, la emisión de bonos se redujo significativamente en un contexto de aumento de las tasas de rendimiento de los bonos del Tesoro Americano de Estados Unidos de América (EUA), lo que encareció el costo de endeudamiento para los países de la región. En 2023 y 2024, las emisiones internacionales recuperaron dinamismo, bajo condiciones de financiamiento más favorables.

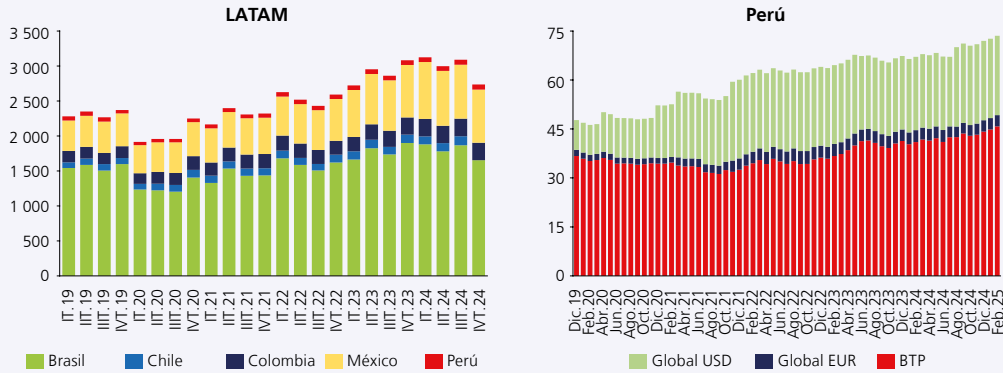
26 Se analiza a Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

27 El 12 de diciembre de 2022, la agencia calificadoradora de riesgo Standard& Poor revisó la perspectiva de la deuda peruana de estable a negativa por el riesgo político; mientras que el 25 de abril de 2024 la misma agencia redujo la calificación crediticia de largo plazo en moneda extranjera de BBB a BBB- y en moneda local de BBB+ a BBB por la incertidumbre política que limitaría el crecimiento.

28 Considera los bonos gubernamentales en moneda local, ajustados a la inflación y moneda extranjera en cada país.



SALDO DE DEUDA GUBERNAMENTAL Y CARACTERÍSTICAS DE BONOS EN PERÚ
(Miles de millones USD)

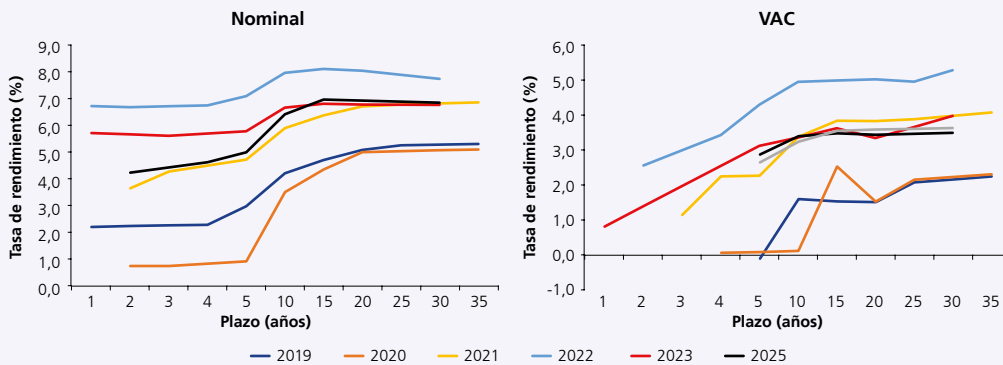


Fuente: The Institute for International Finance para Brasil, Chile, Colombia y México y Ministerio de Economía y Finanzas para Perú.

Evolución de las Curvas de Rendimiento de los Bonos Gubernamentales

Entre diciembre de 2019 y febrero de 2025, la curva de rendimiento de los bonos peruanos en soles a tasa fija (BTP nominal) registró una reducción promedio de 60 puntos básicos en sus tasas de rendimiento. En 2020, la curva de rendimiento de los bonos peruanos en soles descendió en promedio 105 puntos básicos, principalmente en el tramo corto y medio (167 puntos básicos), en línea con el promedio regional (131 puntos básicos) y con la disminución de las tasas de rendimiento de los bonos del tesoro americano (130 puntos básicos). Esta disminución estuvo influenciada por las políticas monetarias expansivas implementadas tanto a nivel local como global para enfrentar la crisis del COVID-19. Sin embargo, durante el mismo periodo, la volatilidad del rendimiento de los bonos en Perú aumentó debido a la aprobación de los primeros retiros extraordinarios de fondos de pensiones²⁹.

CURVAS DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS GUBERNAMENTALES
(En porcentaje)



VARIACIÓN PROMEDIO DE TASAS DE RENDIMIENTO
(en puntos básicos)

	Nominales						Ajustados a la Inflación					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025*	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
Perú	-105	242	190	-142	-31	-24	-7	207	112	-144	-14	-1
LA5	-131	342	218	-142	148	-31	-35	161	110	-67	71	-11
EUA	-130	43	328	22	-4	-20	-156	-14	335	11	13	-57

* Al 28 de febrero.
Fuente: Bloomberg y MEF.

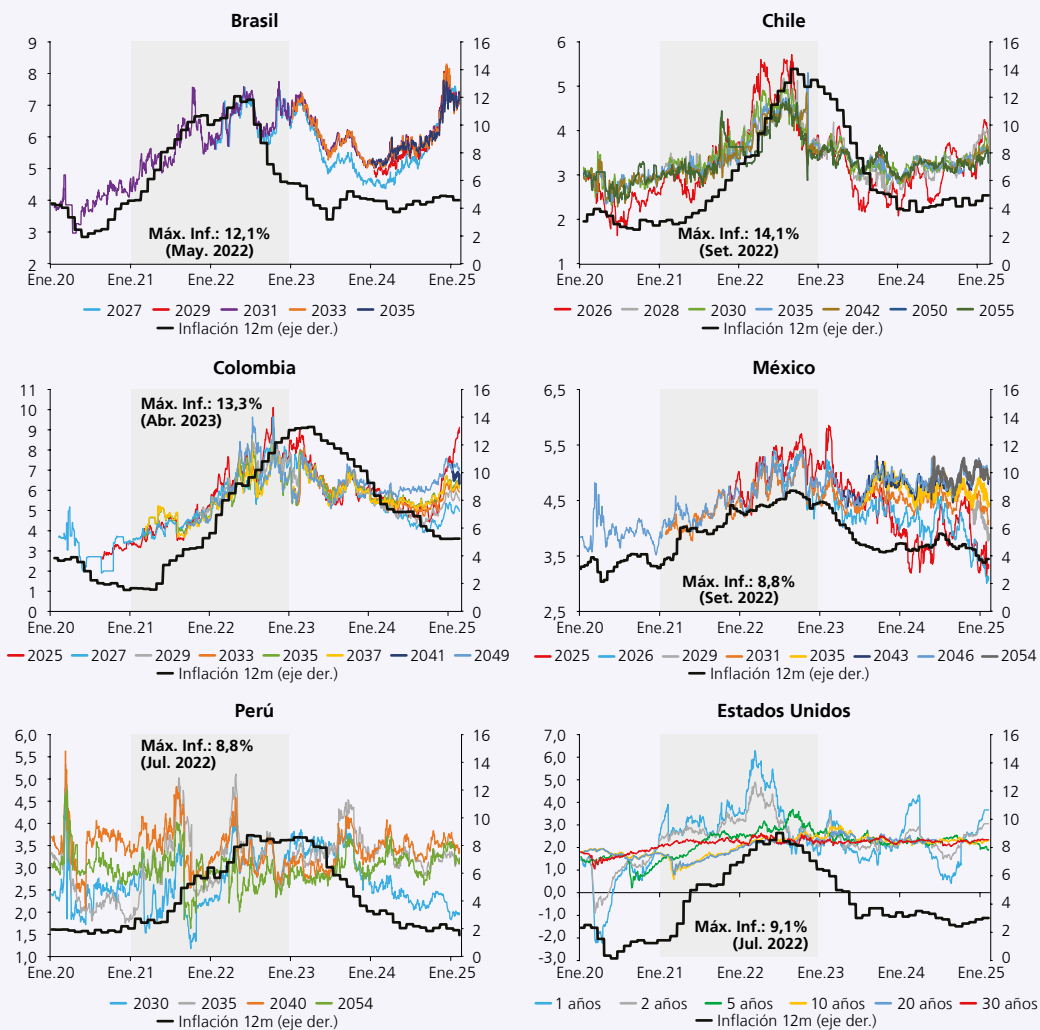
29 El total de retiros fue de S/ 115,3 mil millones (S/ 33,7 mil millones en 2020; S/ 32,2 mil millones en 2021; S/ 22,0 mil millones en 2022; y S/ 27,3 mil millones en 2024).

En 2021 y 2022, las tasas de rendimiento de los bonos soberanos peruanos aumentaron en promedio 242 y 190 puntos básicos, respectivamente, por debajo del promedio regional (342 y 218 puntos básicos, respectivamente).

Las mayores presiones inflacionarias en la región observadas en 2021 y 2022 se reflejaron en el mercado de bonos latinoamericano mediante un aumento en las tasas de interés de los bonos nominales, así como en el *spread* entre los bonos nominales y los ajustados a la inflación. En este contexto, el *spread* promedio entre los bonos nominales y los VAC peruanos aumentó en 2021 y 2022 alrededor de 207 y 112 puntos básicos, siguiendo una tendencia similar a la de otros países de la región y EUA. En particular, cuando la inflación interanual en Perú alcanzó un máximo en el periodo (8,8 por ciento en junio de 2022), el *spread* promedio entre el BTP nominal 2029 y VAC 2030 presentaba una tendencia al alza, alcanzando 3,73 por ciento en julio de 2022 (4,30 por ciento en mayo de 2022), para luego disminuir paulatinamente hasta el nivel actual de 1,97 por ciento. Es importante destacar que, en la mayoría de los países de la región analizados, tanto la inflación interanual como el *spread* entre las tasas de los bonos nominales y los ajustados por inflación alcanzaron los niveles más altos del periodo de análisis en 2022.

LATAM Y EUA: SPREAD ENTRE LOS BONOS NOMINALES Y LOS AJUSTADOS A INFLACIÓN; E INFLACIÓN A 12 MESES

(En porcentaje)



El área sombreada corresponde a los años 2021 y 2022.
Fuente: Bloomberg.





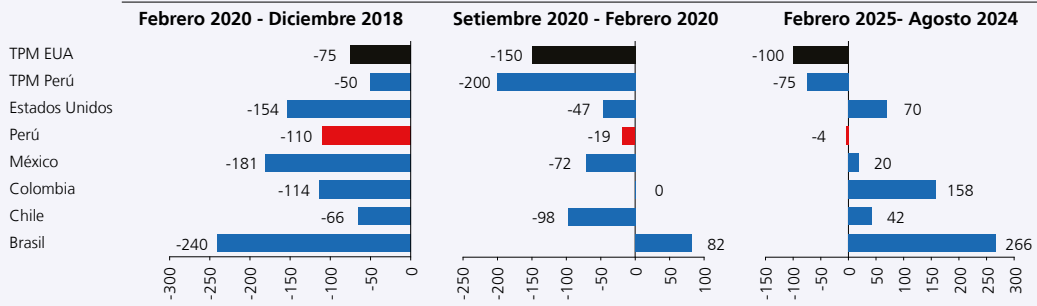
Por otro lado, entre 2023 y 2025, las tasas de rendimiento de los bonos peruanos han mostrado una tendencia a la baja, principalmente en el tramo corto de la curva de rendimiento, en línea con la evolución de la tasa de interés de referencia del BCRP y las menores expectativas de inflación.

Durante el periodo de análisis, un factor clave que sigue influyendo en el desempeño de los valores de renta fija gubernamental en moneda nacional, al igual que en otras economías emergentes, es la evolución de las expectativas sobre la velocidad de normalización de la política monetaria en EUA. En primer lugar, en episodios recientes de reducción en la tasa de política monetaria de EUA, las tasas de interés de largo plazo de la región presentaron un comportamiento heterogéneo. En Perú, durante el periodo en el que la tasa de política en EUA disminuyó en 75 puntos básicos (de diciembre de 2018 a febrero de 2020), el rendimiento del bono a 10 años disminuyó en 110 puntos básicos, mientras que la tasa del bono estadounidense descendió en 154 puntos básicos. Por otro lado, durante el periodo de intensificación de la crisis sanitaria de 2020 (de febrero a setiembre), el rendimiento del bono peruano a 10 años disminuyó en 19 puntos básicos.

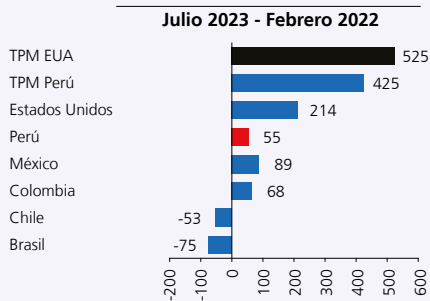
VARIACIÓN DE LAS TASAS DE RENDIMIENTO DE LOS BONOS SOBERANOS A 10 AÑOS EN MONEDA LOCAL

(En puntos básicos)

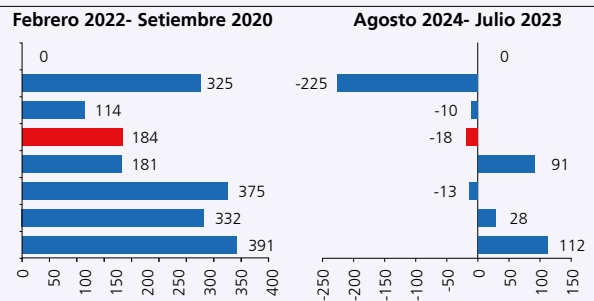
(A) PERÍODOS DE REDUCCIÓN EN LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE EUA



(B) PERÍODO DE INCREMENTO EN LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE EUA



(C) PERÍODOS SIN CAMBIOS EN LA TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE EUA

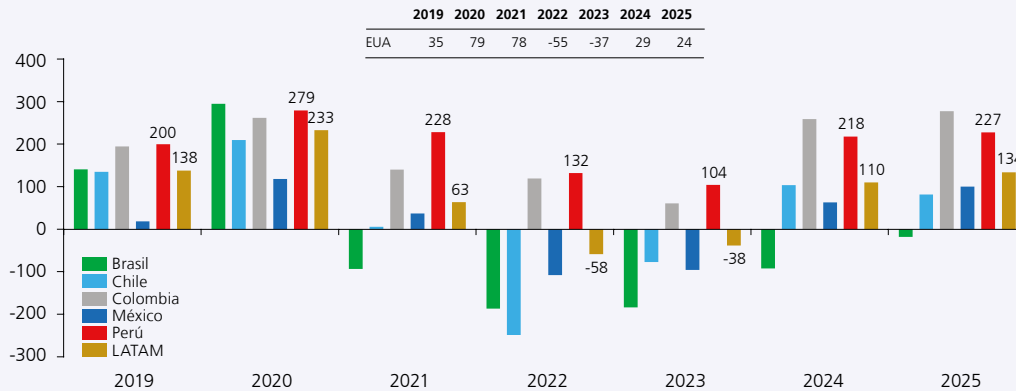


Fuente: Bloomberg.

En el caso de la pendiente de la curva de rendimiento, medida como el *spread* entre los bonos soberanos a 2 y 10 años, ésta se ha mantenido positiva en promedio durante el período 2019-2025. En 2020, la curva mostró un notable empinamiento debido a una reducción significativa en las tasas de los bonos de corto plazo (-149 puntos básicos) en comparación con la caída más moderada en los bonos de largo plazo (-70 puntos básicos). Por otro lado, en 2023, la pendiente alcanzó su nivel más bajo en el período

analizado (104 puntos básicos), al reducirse el rendimiento del BTP a 10 años (-130 puntos básicos) en mayor magnitud que del bono a 2 años (-101 puntos básicos).

PENDIENTE 10 – 2 AÑOS DE LA CURVAS DE RENDIMIENTO DE BONOS GUBERNAMENTALES (En puntos básicos)



Al 28 de febrero.
Fuente: Bloomberg.

Diferencial de Tasas de interés de Largo Plazo

Una tendencia reciente en el rendimiento de los bonos soberanos ha sido el aumento del *spread* entre las tasas de largo plazo de los bonos en moneda local de la región y el bono estadounidense. Este diferencial ha fluctuado a lo largo del tiempo y ha mostrado un comportamiento diferenciado por países. Entre los factores comunes que han contribuido al aumento de estos diferenciales se incluyen el incremento en las primas inflacionarias, y las expectativas de que las tasas de política monetaria en EUA se mantendrán altas por más tiempo. Un análisis del diferencial de tasas de interés entre los bonos gubernamentales latinoamericanos y el bono estadounidense a 10 años, junto con la evolución del tipo de cambio muestra que, Chile ha mantenido el menor diferencial en cada año desde 2019, aunque su moneda ha mostrado una evolución heterogénea, con episodios de depreciación en 2019, 2021, 2023 y 2024, influenciados por factores idiosincráticos como las protestas sociales de 2019. Por su parte, Perú registró un diferencial de tasas y una depreciación del sol más pronunciada en 2020 y 2021, debido al impacto del Covid-19 y la incertidumbre política asociada a las elecciones presidenciales. En 2024, el diferencial promedio fue el menor de los últimos años, mientras que el sol se depreció en 1,5 por ciento, en un entorno de menor volatilidad.

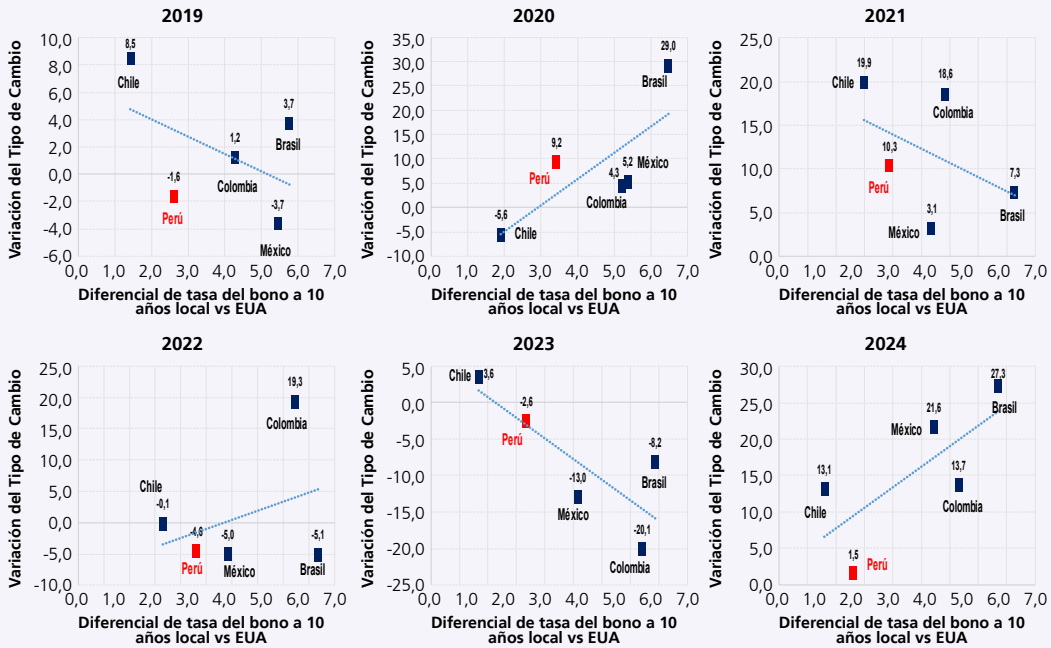
Los principales factores que explican la heterogeneidad de los diferenciales en Perú, en comparación con la región, responden a una combinación de factores estructurales y coyunturales:

La prima por riesgo doméstico: en los últimos años Perú ha enfrentado incertidumbre política, lo que ha incrementado la prima por riesgo exigida por los inversionistas para mantener deuda soberana a largo plazo.





DIFERENCIAL PROMEDIO DE TASAS DE BONOS A 10 AÑOS Y VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO
(En porcentaje)



Fuente: Bloomberg.

Asimismo, en Perú, los retiros extraordinarios de fondos de pensiones han afectado la demanda por bonos soberanos, generando liquidación de bonos en un periodo corto y presionando al alza las tasas de interés³⁰. En Chile, aunque también se permitieron retiros de fondos de pensiones, el impacto en el mercado de renta fija por su tamaño relativo fue menor. Así, mientras que en Chile se realizó un mayor retiro en termino de montos y porcentaje del PBI (USD 44,3 mil millones y 14,6 por ciento, respectivamente), el total de retiros como porcentaje de la cartera de inversiones (21 por ciento), es significativamente menor a lo ocurrido en Perú (59 por ciento del valor de la cartera a diciembre de 2019). Además, los retiros extraordinarios en Perú han continuado hasta 2024.

RETIROS DE FONDOS DE PENSIONES EN PERÚ Y CHILE

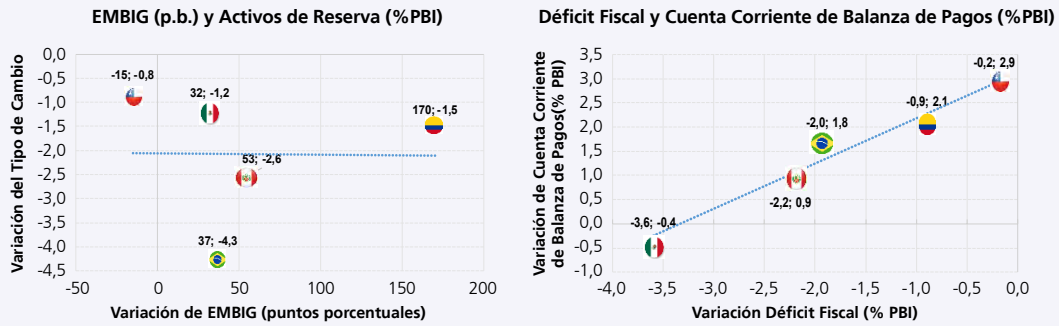
	Retiros (miles de millones USD)	Retiro (% PBI)	Retiros /Cartera AFP*
Perú	30,4	11,5	59
Chile	44,3	14,6	21

* Total de retiros como porcentaje de la cartera de inversiones de las AFP a diciembre de 2019.
Fuente: Superintendencia de Pensiones de Chile y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Por su parte, la calificación crediticia de la deuda en moneda extranjera de Perú ha experimentado cambios en su perspectiva, principalmente por la inestabilidad política, comportamiento que ocurrió también en los demás países de la región. Entre 2019 y 2024, el EMBIG Perú aumentó en 53 puntos porcentuales, por encima de Chile, México y Colombia, pero menor a Colombia (incremento de 170 puntos porcentuales).

30 Cabe indicar que las operaciones de reporte directa implementadas por el BCRP mitigaron este efecto. En total el BCRP realizó operaciones repos por S/ 32,6 miles de millones.

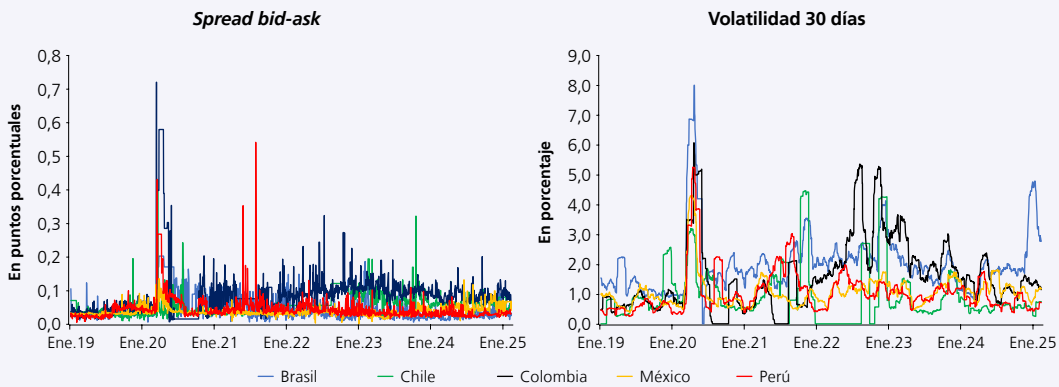
VARIACIÓN DE INDICADORES (2019-2024)



Fuente: Bloomberg y Fondo Monetario Internacional. Los activos de reserva se obtienen de cada banco central.

La liquidez y profundidad del mercado: en términos de liquidez de los bonos soberanos, entre 2019 y 2025, el *spread* promedio *bid-ask* del bono representativo a 10 años presenta dos episodios de presiones. El primero ocurrió en marzo de 2020 en la pandemia del Covid-19 y en julio de 2021 en el periodo de elecciones presidenciales cuando el *spread* se ubicó en 0,54 puntos porcentuales (30 de julio de 2021), por encima del nivel promedio de 2019 y 2020 (0,03 y 0,07 puntos porcentuales, respectivamente). Similarmente, la volatilidad diaria acumulada en los últimos 30 días subió considerablemente en abril de 2020 (5,3 por ciento), en línea con el comportamiento de los bonos de la región (promedio regional de 4,6 por ciento).

LIQUIDEZ Y VOLATILIDAD* DEL BONO GUBERNAMENTAL A 10 AÑOS



*Desviación estándar de la variación diaria de los últimos 30 días.
Fuente: Bloomberg.

Conclusiones

En los últimos cinco años, la evolución de las tasas de rendimiento de los bonos gubernamentales en Perú y en la región ha estado influenciada por factores tanto globales como locales. La volatilidad en los mercados financieros, impulsada por cambios en el apetito por el riesgo, el endurecimiento de la política monetaria en EUA y la incertidumbre política interna, ha generado un incremento en los diferenciales de tasas y en las mismas tasas de interés. En el caso de Perú, el diferencial de tasas ha sido influenciado por elementos estructurales como el menor tamaño y liquidez del mercado de bonos en soles, así como por factores coyunturales, entre ellos la incertidumbre doméstica y los retiros extraordinarios de fondos de pensiones. La tendencia a la baja en las tasas en los últimos años refleja una reducción en las expectativas inflacionarias en Perú, en comparación con otros países de la región.



V. Política monetaria y condiciones financieras

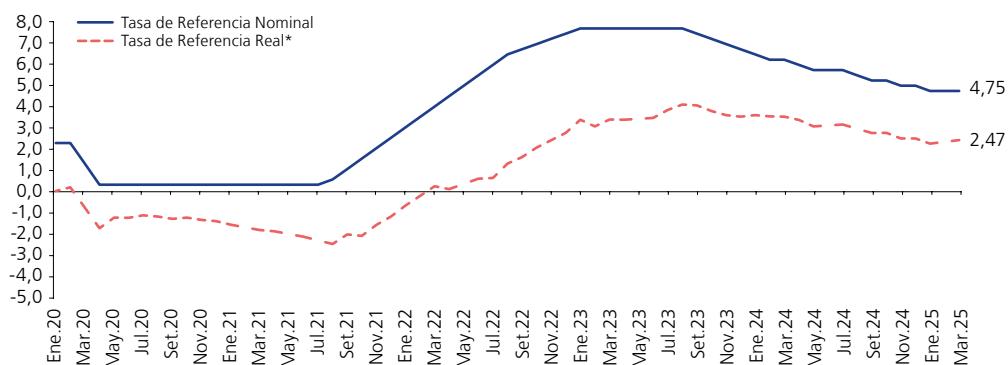
Acciones de política monetaria

63. En el primer trimestre de 2025, el Directorio del BCRP decidió reducir la tasa de referencia en 25 puntos básicos en la reunión del Programa Monetario mensual de enero, y se acordó mantener dicha tasa de referencia en las reuniones de febrero y marzo. Así, al cierre de este Reporte de Inflación, la tasa de interés de referencia se ubica en 4,75 por ciento. Con ello, la tasa de interés de referencia real, actualmente en 2,47 por ciento, se acerca al nivel estimado como neutral (alrededor de 2,0 por ciento)³¹, lo que es consistente con la normalización de la posición de política monetaria. 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.

En las notas informativas de enero, febrero y marzo, 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. Asimismo, en los comunicados, el Directorio reafirmó su compromiso de adoptar las acciones necesarias para mantener la inflación en el rango meta.

Durante el ciclo de recorte de tasas de interés de política monetaria, entre setiembre de 2023 y marzo de 2025, la tasa de interés de referencia acumula una reducción de 300 puntos básicos. En el ciclo actual, la tasa de inflación a doce meses ha disminuido de 5,6 por ciento en agosto de 2023 a 1,5 por ciento en febrero de 2025, dentro del rango meta. En todo momento, la tasa de interés real de política monetaria del BCRP se mantuvo como una de las más bajas entre los países más grandes de la región, y Perú ha sido el primero de este grupo en retornar al centro de su rango meta de inflación.

Gráfico 65
TASA DE INTERÉS DE REFERENCIA
(En porcentaje)



* Con expectativas de inflación.
Fuente: BCRP.

31 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>)

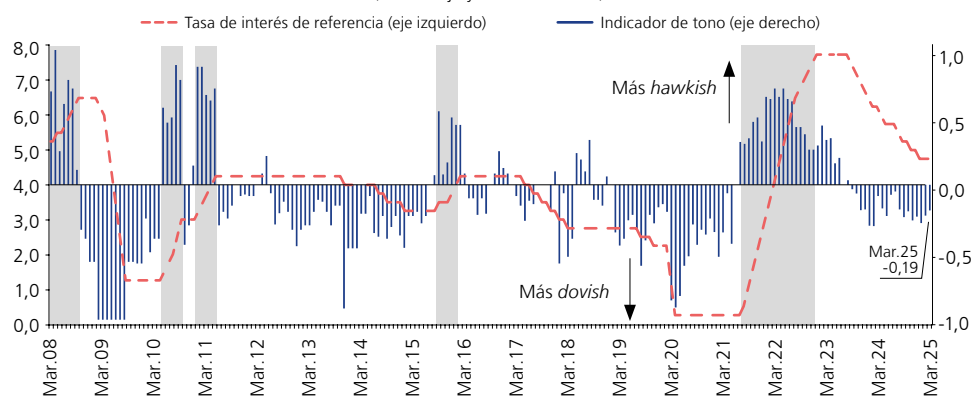
64. Desde mayo de 2024, los comunicados de política monetaria destacaron que el Directorio estará atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes, incluyendo la evolución de la inflación sin alimentos y energía (SAE). Este indicador se encuentra en una senda decreciente desde el último trimestre de 2024, ubicándose en 2,1 por ciento al cierre de febrero, y se proyecta que se mantendrá alrededor de 2 por ciento.

En particular, la inflación interanual sin alimentos y energía tiene la característica de: (i) reflejar de forma más clara los componentes de demanda sobre los que actúa la política monetaria, y (ii) ser más persistente que el resto de los componentes del Índice de Precios al Consumidor (IPC), con lo cual de registrar un comportamiento más inercial podría afectar las expectativas de inflación.

65. En el trimestre, se ha mantenido inalterada la tasa de interés de política monetaria en febrero y marzo. En parte, dichas decisiones se sustentan por: (i) la evolución de la actividad económica que viene mostrando un mayor crecimiento en los últimos meses, ubicándose alrededor de su nivel potencial, y (ii) el aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales relacionada a la alta incertidumbre asociada al impacto de medidas restrictivas de comercio exterior.

66. Con respecto al tono y las señales de comunicación de la política monetaria, el indicador de tono usado por el BCRP se mantuvo en la zona *dovish*, lo que es consistente con la continuación de la normalización de la política monetaria.

Gráfico 66
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 Perú", DT. N°. 2020-017, BCRP.

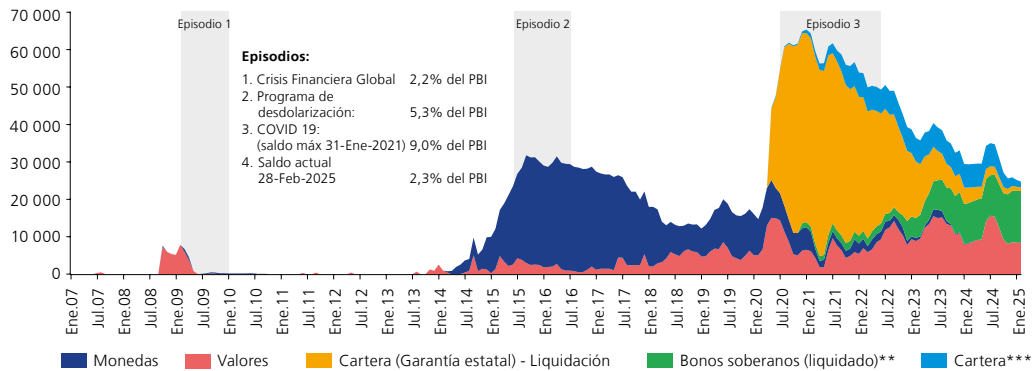
Operaciones Monetarias

67. Las operaciones del BCRP se orientaron a asegurar niveles adecuados de liquidez en el mercado interbancario.

El saldo total de operaciones de inyección fue S/ 24 742 millones al 28 de febrero de 2025, mientras que el saldo de Certificados de Depósito del BCRP (CD BCRP) fue S/ 39 131 millones a la misma fecha. En términos del PBI, a fines de febrero, el saldo de operaciones de inyección de liquidez es equivalente al 2,3 por ciento del PBI, del cual S/ 934 millones corresponden a Repo de Cartera con Garantía Estatal.



Gráfico 67
SALDO DE OPERACIONES DE INYECCIÓN DEL BCRP*
 (En millones de soles)



* Al 28 de febrero 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.

68. En cuanto a la composición del balance del BCRP, el saldo de las operaciones de inyección del BCRP disminuyó de 4,3 a 3,9 por ciento de los activos netos del BCRP entre el cierre de noviembre de 2024 y el 28 de febrero de 2025, debido principalmente a una disminución de la participación de Repo de Cartera (de 0,8 a 0,5 por ciento). En el mismo periodo, la participación de los depósitos del sector público en los pasivos netos del BCRP se redujo de 19,8 a 17,4 por ciento; mientras que la de los depósitos del sistema financiero se incrementó de 27,7 a 28,4 por ciento. Finalmente, los instrumentos de esterilización del BCRP (CD BCRP y, depósitos a plazo *overnight* y de ventanilla) incrementaron su participación en los pasivos netos del BCRP de 12,3 en noviembre de 2024 a 13,4 por ciento en febrero de 2025; y el circulante incrementó su participación de 23,9 a 24,5 por ciento en el mismo periodo.

Cuadro 32
BALANCE SIMPLIFICADO DEL BCRP**
 (Como porcentaje de los Activos Netos)

	Dic.22	Dic.23	Nov.24	Dic.24	Ene.25	Feb.25
I. Activos netos	100%	100%	100%	100%	100%	100%
1. Reservas Internacionales Netas	85,2%	87,1%	91,6%	91,1%	91,4%	91,7%
En mills. USD	71 883	71 033	83 228	78 987	81 596	83 661
2. Instrumentos de inyección del BCRP	12,6%	9,1%	4,3%	4,4%	4,2%	3,9%
Repo de Valores	2,4%	3,6%	2,4%	2,6%	2,6%	2,5%
Repo de Moneda	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Repo de Cartera	2,0%	2,1%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%
Repo de Cartera con Garantía Estatal	5,8%	1,6%	0,4%	0,4%	0,3%	0,3%
Subasta de Depósitos del Tesoro Público	2,0%	1,7%	0,6%	0,7%	0,7%	0,7%
3. Bonos (Soberanos y Globales)	2,2%	3,8%	4,1%	4,5%	4,4%	4,4%
II. Pasivos netos	100%	100%	100%	100%	100%	100%
1. Depósitos totales del Sector Público	29,8%	25,4%	19,8%	18,8%	17,9%	17,4%
En moneda nacional	26,2%	19,9%	13,5%	12,6%	12,2%	11,8%
En moneda extranjera	3,5%	5,5%	6,3%	6,2%	5,7%	5,6%
2. Depósitos totales del sistema financiero	21,3%	20,3%	27,7%	24,9%	26,7%	28,4%
En moneda nacional	4,1%	4,8%	4,1%	4,3%	3,9%	4,6%
En moneda extranjera	17,2%	15,5%	23,6%	20,5%	22,7%	23,9%
3. Instrumentos de esterilización del BCRP	9,4%	13,7%	12,3%	13,4%	13,8%	13,4%
CD BCRP	3,9%	11,6%	11,0%	11,2%	11,2%	11,7%
CDR BCRP	0,0%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CDV BCRP	4,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Depósitos a Plazo	1,1%	1,1%	0,7%	1,8%	2,6%	1,5%
Depósitos <i>overnight</i>	0,4%	0,9%	0,6%	0,4%	0,1%	0,2%
4. Circulante	24,9%	24,9%	23,9%	25,7%	25,1%	24,5%
5. Otros*	14,7%	15,7%	16,3%	17,2%	16,5%	16,3%

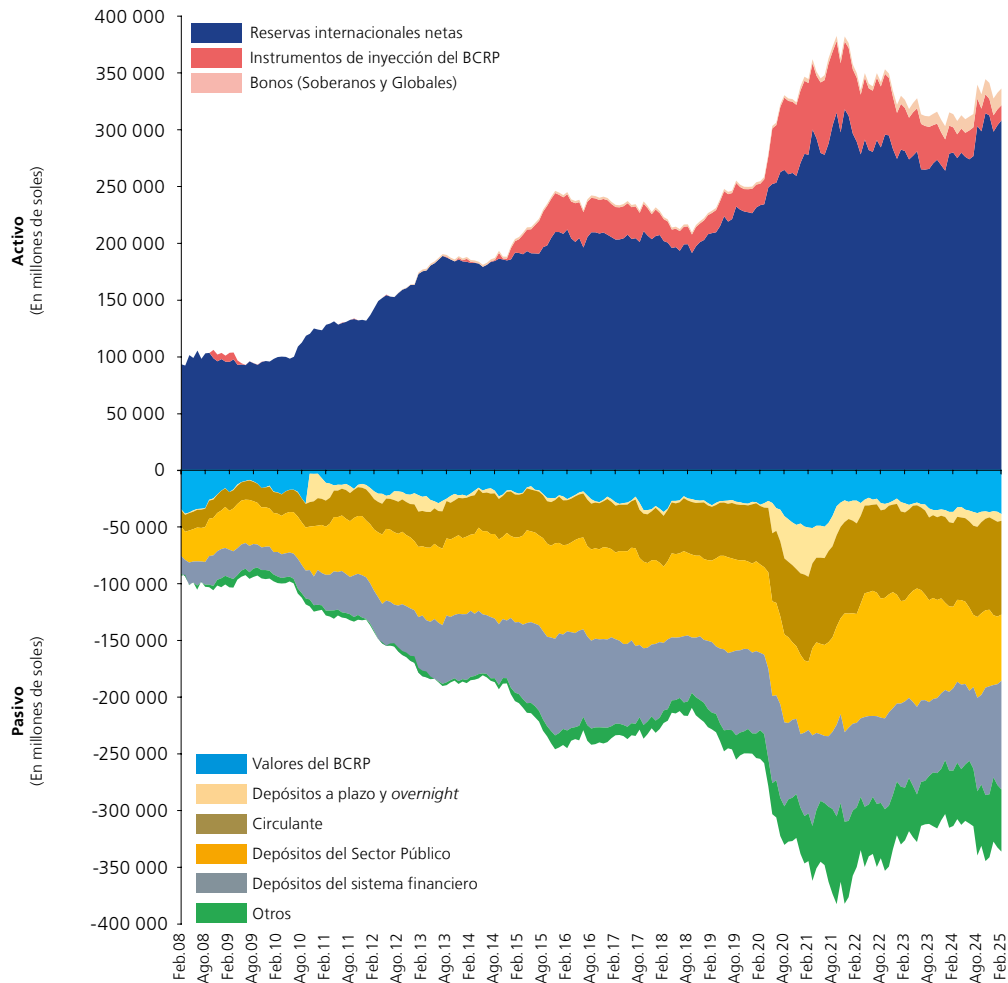
* Incluye patrimonio y otras cuentas.

** Información al 28 de febrero de 2025.

Fuente: BCRP.

Con relación al tamaño del balance del BCRP, en febrero de 2025 los activos del BCRP ascendieron a S/ 335 774 millones, equivalente a 30,5 por ciento del PBI, menor al observado al cierre de noviembre de 2024 (31,7 por ciento).

Gráfico 68
EVOLUCIÓN DEL BALANCE DEL BCRP: 2008-2025



Fuente: BCRP.

69. Entre el cierre de noviembre de 2024 y de febrero de 2025, el plazo residual de las operaciones de inyección se redujo en 30 días (de 101 días a 71 días). Esta caída se explica principalmente por la amortización de Repo de Cartera con Garantía Estatal, el vencimiento neto de Repo de Valores, el vencimiento neto de Subastas de Depósitos del Tesoro Público y el vencimiento de Repo de Cartera (programas de reprogramación y de expansión del crédito de largo plazo).

Por su parte, el plazo residual de las operaciones de esterilización se redujo en 25 días (de 120 días a 95 días) entre noviembre de 2024 y febrero de 2025. Esta reducción se explica por el mayor monto de colocaciones de CD BCRP al plazo de 3 meses respecto a plazos mayores.

Como resultado de la reducción del plazo residual de las operaciones de esterilización, entre el cierre de noviembre de 2024 y el cierre de febrero de 2025, el plazo residual neto



ponderado de operaciones del BCRP³² se incrementó en 6 días. Así, el plazo promedio de los instrumentos de esterilización monetaria (pasivos del BCRP) superaron en 57 días a los instrumentos de inyección de liquidez (activos del BCRP).

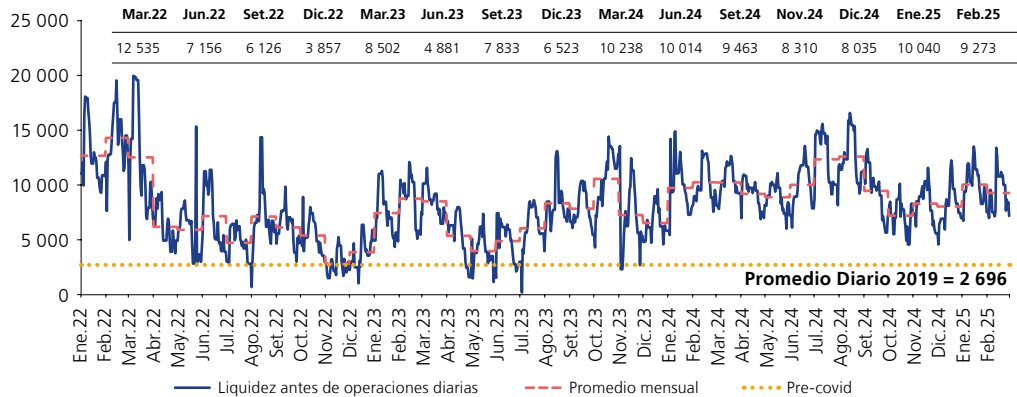
Gráfico 69
PLAZO RESIDUAL NETO PONDERADO DE OPERACIONES DEL BCRP
(En días)



Al 28 de febrero.
Fuente: BCRP.

Por su parte, entre el cierre de noviembre de 2024 y de febrero de 2025, el promedio diario de la liquidez antes de operaciones de las empresas bancarias³³ se incrementó de S/ 8 310 millones a S/ 9 273 millones. Este incremento se explica principalmente por la inyección fiscal registrada en la primera mitad de enero.

Gráfico 70
LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES DE LAS EMPRESAS BANCARIAS
(En millones de soles)



Al 28 de febrero.
Fuente: BCRP.

- 32 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: $Plazo\ Residual\ Neto\ Ponderado = \frac{Saldo\ Inyección}{Saldo\ Inyección + Saldo\ Esterilización} * PR\ Inyección - \frac{Saldo\ Esterilización}{Saldo\ Inyección + Saldo\ Esterilización} * PR\ Esterilización$, donde *PR* se refiere a los plazos residuales de las operaciones de inyección y esterilización, respectivamente.
- 33 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 de inyección y la esterilización del día anterior, y el efecto de otros factores exógenos.

Mercados financieros

70. Las condiciones financieras en moneda nacional continuaron flexibilizándose en el primer trimestre de 2025. La alta liquidez antes de operaciones de las entidades bancarias, junto con la reducción de 25 puntos básicos en la tasa de referencia en enero, siguen influyendo en las tasas de interés de los mercados monetarios, de créditos y depósitos bancarios, especialmente en aquellas de más corto plazo y con menor riesgo crediticio.

En el mercado de préstamos interbancarios no colateralizados, la tasa de interés interbancaria *overnight* convergió rápidamente a su nuevo nivel de referencia de 4,75 por ciento, y el monto promedio diario negociado en el primer trimestre fue menor al registrado en el cuarto trimestre (S/ 1 298 millones frente a S/ 1 571 millones). El monto promedio mensual de enero (S/ 767 millones) fue el más bajo desde marzo de 2022 (S/ 603 millones). Este menor volumen de transacciones está vinculado al alto nivel de liquidez de las empresas bancarias. En febrero y marzo se observó una recuperación en el nivel de negociación (S/ 1 338 millones y S/ 1 790 millones, respectivamente).

Cuadro 33
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA NACIONAL 1/
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Set.24	Dic.24	Mar.25	Prom. Hist. 2/
Pasivas									
Preferencial Corporativa 90 días	2,8	0,2	2,6	8,1	6,7	4,8	4,5	4,5	3,9
TIPMN	2,3	1,0	1,1	3,0	3,5	2,6	2,4	2,4	2,4
FTIPMN	1,5	0,1	1,0	3,7	3,1	2,5	2,2	2,5	2,3
Depósitos hasta 30 días	2,3	0,0	1,9	7,4	6,7	4,5	4,4	4,3	3,6
Personas	1,6	0,2	0,7	3,7	3,3	3,1	3,3	3,0	2,5
Empresas	2,3	0,0	1,9	7,4	6,7	4,5	4,4	4,3	3,6
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	2,7	0,2	2,2	7,5	6,6	4,7	4,4	4,2	3,8
Personas	1,8	0,5	0,8	3,7	6,1	4,4	3,9	3,6	2,3
Empresas	2,8	0,2	2,2	7,8	6,8	4,9	4,7	4,5	3,9
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	3,0	0,4	2,4	7,6	6,2	4,4	4,1	3,9	3,9
Personas	2,3	0,5	0,9	4,8	5,9	4,2	3,7	3,6	2,9
Empresas	3,1	0,3	2,6	8,5	6,9	4,8	4,8	4,5	4,1
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	3,3	0,7	2,9	7,6	5,7	4,3	4,2	4,0	4,1
Personas	3,3	1,3	2,9	6,9	5,0	3,9	3,7	3,6	3,8
Empresas	3,3	0,4	2,9	7,8	6,2	4,7	4,6	4,4	4,3
Depósitos a plazo de más de 360 días	3,5	1,1	3,2	6,8	5,4	4,4	4,1	3,9	4,3
Personas	3,5	2,0	3,1	5,9	5,0	4,1	3,7	3,4	4,3
Empresas	3,5	0,6	3,4	7,8	6,0	4,8	4,5	4,4	4,3
CTS	2,2	1,9	2,3	2,6	2,0	2,4	2,0	3,6	3,0
Activas									
Preferencial Corporativa 90 días	3,3	0,7	3,1	9,2	7,5	5,5	5,1	5,0	4,7
TAMN	14,4	12,1	11,2	14,5	15,9	14,7	15,0	14,8	15,6
FTAMN	18,2	17,6	20,9	28,3	28,4	26,6	27,5	30,7	21,6
Corporativos	3,8	2,5	3,2	8,9	8,1	6,4	5,8	5,6	5,4
Grandes Empresas	6,0	4,6	5,7	10,6	10,2	8,5	8,4	7,8	7,1
Medianas Empresas	9,3	6,1	8,8	14,1	13,3	12,3	10,3	10,8	10,4
Pequeñas Empresas	18,0	17,2	19,3	22,5	22,9	22,0	19,8	20,8	20,4
Microempresas	31,3	30,1	32,3	35,7	37,7	42,4	46,3	64,7	33,9
Microempresas 3/	44,5	22,6	38,8	39,3	43,9	46,7	48,8	53,7	40,8
Consumo	40,9	39,5	41,8	49,6	56,9	56,5	59,9	57,2	43,8
Consumo 3/	43,1	41,5	40,4	47,7	54,3	58,5	55,6	57,5	47,5
Hipotecario	7,0	6,4	6,9	9,9	9,1	8,4	8,2	8,1	8,4

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

2/ Promedios desde setiembre de 2010. En el caso del crédito de consumo es promedio desde octubre de 2019.

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

Al 14 de marzo.

Fuente: BCRP y SBS.

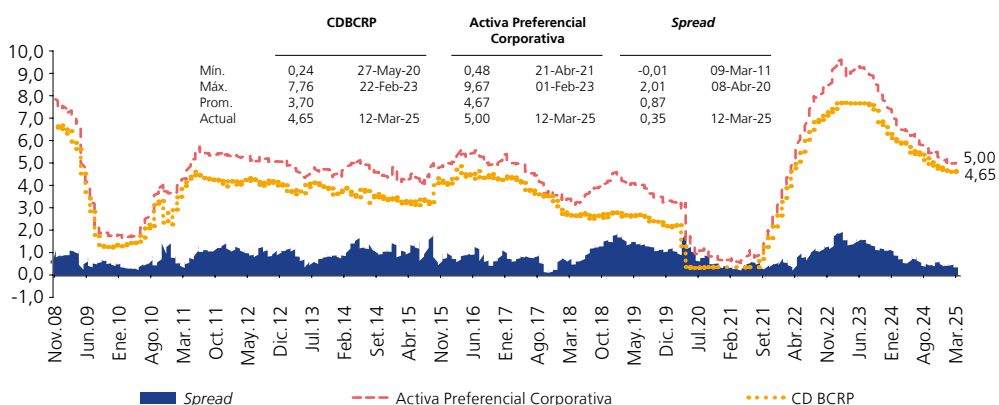
En el caso de las tasas de interés preferenciales activas y pasivas, las mismas que son altamente representativas del mercado y las condiciones financieras de las empresas bancarias y que absorben con mayor rapidez los cambios en la tasa de interés de referencia, disminuyeron en menor magnitud en el primer trimestre de 2025 respecto al cuarto trimestre de 2024. Este comportamiento reflejaría la expectativa del mercado sobre la culminación del ciclo de reducción en la tasa de política monetaria. Así, entre diciembre de 2024 y marzo de 2025, las tasas de interés activas a plazos entre *overnight* y seis meses acumulan reducciones entre 8



y 12 puntos básicos a plazos; mientras que a doce meses la tasa de interés subió en 1 punto básico. Por su parte, las tasas de interés pasivas preferenciales a plazo entre *overnight* y doce meses acumulan reducciones entre 6 y 8 puntos básicos. Por su parte, las primas por plazos de las tasas activas preferenciales respecto a la tasa de referencia se encuentran por debajo de sus promedios históricos a 1, 3, 6 y 12 meses.

El *spread* entre la tasa de interés activa preferencial corporativa y CD BCRP a 3 meses en marzo de 2025 (35 puntos básicos) mantiene su tendencia a la baja, desde uno de los niveles más altos alcanzados en los últimos dos años (193 puntos básicos en febrero de 2023).

Gráfico 71
TASA DE INTERÉS ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y DE CD-BCRP A 3 MESES
 (En porcentaje)



Al 14 de marzo.
 Fuente: BCRP y SBS.

- En el caso de los créditos bancarios, las tasas de interés activas en moneda nacional de las empresas bancarias en los sectores de menor riesgo crediticio disminuyeron durante el primer trimestre de 2025, pero en menor magnitud que en el cuarto trimestre. Las tasas de interés de los sectores corporativos y de grandes empresas disminuyeron en 24 y 59 puntos básicos, respectivamente. Por otro lado, el segmento de microempresas destaca con el mayor incremento en su tasa de interés.

En el mismo horizonte, la tasa de interés del sector hipotecario disminuyó de 8,21 a 8,05 por ciento, en línea con la evolución reciente en la tasa de rendimiento del bono soberano peruano y estadounidense a 10 años (reducción de 15 y 22 puntos básicos, respectivamente). El saldo del crédito hipotecario de las empresas bancarias aumentó de S/ 58,4 miles de millones en diciembre de 2023 a S/ 62,2 miles de millones en enero de 2025.

En el mercado de depósitos bancarios, la mayoría de las tasas de interés disminuyó en el primer trimestre de 2025, principalmente las preferenciales corporativas. Por tipo de depositante, las tasas de interés pagadas a personas disminuyeron en mayor magnitud que el de las empresas (reducción de 18 y 14 puntos básicos, respectivamente). Por su parte, las tasas preferenciales corporativas a plazos entre *overnight* y doce meses también registran una reducción (promedio de 8 puntos básicos). Por otro lado, la tasa de interés de depósitos CTS aumentó desde 2,01 por ciento en diciembre de 2024 hasta 3,55 por ciento en marzo de 2025. El saldo de este tipo de depósitos en moneda nacional disminuyó de S/ 5 775 millones en mayo de 2024 a S/ 4 412 millones en enero de 2025, asociado a la liberalización de los fondos acumulados de acuerdo con la Ley N° 32027 que permite nuevas disposiciones de fondos de CTS hasta diciembre de 2024.

72. El diferencial de tasas de política monetaria del BCRP y la Reserva Federal (Fed) ha disminuido de 2,25 puntos porcentuales en agosto de 2023 a 0,25 puntos porcentuales en marzo de 2025. En dicho periodo, la tasa de la Fed disminuyó de 5,50 a 4,50 por ciento, mientras que la tasa de interés de referencia del BCRP disminuyó de 7,75 por ciento en agosto de 2023 a 4,75 por ciento en marzo de 2025. Esta reducción en el diferencial en las tasas de política se trasladó desde junio de 2024 a algunas tasas de interés del sistema financiero. Los casos de diferencial negativo se explican principalmente por reducciones de mayor magnitud en las tasas de interés en soles respecto a las tasas en dólares.

Cuadro 34
DIFERENCIALES DE TASAS DE INTERÉS EN SOLES Y DÓLARES

(En puntos porcentuales)

MERCADO MONETARIO											
	Dic.21	Dic.22	Ago.23	Dic.23	Mar.24	Jun.24	Set.24	Dic.24	Ene.25	Feb.25	Mar.25
Política Monetaria Interbancaria	2,25	3,00	2,25	1,25	0,75	0,25	0,25	0,50	0,25	0,25	0,25
	2,25	2,60	2,25	1,25	0,75	-0,08	0,25	0,44	0,25	0,32	0,25
Preferencial Activa Corporativa											
1 Mes	2,10	3,39	2,90	1,26	0,57	-0,05	-0,08	0,30	0,45	0,38	0,50
3 Meses	2,08	3,25	2,63	1,22	0,41	-0,01	-0,03	0,32	0,52	0,41	0,55
6 Meses	2,15	3,10	2,29	1,16	0,33	-0,16	0,12	0,14	0,44	0,42	0,57
Preferencial Pasiva Corporativa											
1 Mes	2,26	3,49	2,89	1,58	0,85	0,41	0,29	0,67	0,61	0,74	0,78
3 Meses	2,29	3,43	2,65	1,45	0,67	0,35	0,25	-0,27	0,66	0,69	0,74
6 Meses	2,35	3,37	2,47	1,32	0,60	0,26	0,38	0,53	0,61	0,66	0,75
MERCADO DE CRÉDITOS BANCARIOS											
	Dic.21	Dic.22	Ago.23	Dic.23	Mar.24	Jun.24	Set.24	Dic.24	Ene.25	Feb.25	Mar.25
Crédito											
Corporativo	1,17	2,76	1,86	0,58	-0,18	-0,80	-0,33	-0,44	-0,32	-0,12	0,00
Grandes Empresas	1,33	2,85	2,08	1,39	0,60	0,58	0,59	0,86	0,82	0,65	0,57
Medianas Empresas	2,88	5,34	4,56	3,50	3,16	2,04	3,25	1,18	1,33	1,64	1,85
Pequeñas Empresas	9,00	10,31	10,07	9,61	8,84	8,35	8,50	9,77	10,15	10,19	10,98
Microempresas	24,93	23,02	21,96	22,21	29,94	30,41	32,02	35,60	33,87	44,88	51,17
Microempresas 1/	21,72	29,93	29,14	27,77	34,97	35,00	34,40	38,11	39,31	41,26	41,26
Consumo	8,43	8,58	10,52	10,95	9,63	11,61	8,57	11,58	8,94	8,32	9,15
Consumo 1/	6,50	10,63	10,47	13,48	11,78	9,78	12,08	7,94	8,14	9,01	9,01
Hipotecario	1,83	1,61	1,36	1,20	1,17	1,34	1,50	1,12	1,04	0,81	0,83
TAMN-TAMEX	4,49	5,19	5,29	5,00	4,68	4,68	3,93	4,47	4,60	4,89	4,78
FTAMN-FTAMEX	13,27	17,43	17,05	15,48	14,84	12,40	13,79	15,17	16,95	17,23	18,64
MERCADO DE DEPÓSITOS BANCARIOS											
	Dic.21	Dic.22	Ago.23	Dic.23	Mar.24	Jun.24	Set.24	Dic.24	Ene.25	Feb.25	Mar.25
Personas Naturales											
Hasta 30 días	0,54	2,59	1,14	-0,11	0,05	-0,17	-0,07	0,41	-0,03	-0,09	0,10
31-90 días	0,63	1,97	3,52	2,22	1,86	1,32	1,09	0,84	0,94	0,88	0,85
91-180 días	0,67	2,68	3,36	2,64	1,73	1,02	0,97	0,82	0,88	0,92	0,88
181-360 días	2,45	3,64	3,21	2,31	1,98	1,35	0,77	1,03	0,93	0,91	0,96
Más de 360 días	2,33	2,99	3,23	1,99	1,99	1,35	1,40	1,27	1,20	1,11	1,07
Personas Jurídicas											
Hasta 30 días	1,74	3,79	2,80	1,62	0,60	0,43	0,21	0,67	0,79	0,79	0,81
31-90 días	2,03	4,33	3,25	1,63	0,93	0,70	0,20	0,65	0,71	0,77	0,79
91-180 días	1,97	3,87	3,31	1,86	0,64	0,44	0,27	0,86	0,94	0,83	0,90
181-360 días	2,14	2,96	2,71	0,71	0,63	-0,05	0,69	0,72	0,70	1,01	1,56
Más de 360 días	2,46	3,07	2,96	0,74	0,52	0,22	0,34	0,40	0,81	0,70	0,66
Total											
Ahorro	0,10	0,06	0,49	0,04	-0,01	-0,02	-0,09	-0,01	-0,03	0,23	0,26
Hasta 30 días	1,74	3,79	2,80	1,62	0,60	0,44	0,21	0,67	0,79	0,79	0,81
31-90 días	1,97	4,19	3,25	1,81	1,05	0,82	0,38	0,59	0,70	0,80	0,80
91-180 días	1,92	4,26	3,57	2,64	1,51	0,53	0,81	0,97	1,08	1,03	1,06
181-360 días	2,30	3,79	3,37	2,28	1,68	0,89	0,88	1,05	0,90	1,18	1,34
Más de 360 días	2,38	3,25	3,19	1,25	1,50	1,10	1,22	0,50	1,18	1,36	1,33
A plazo	1,79	3,80	2,84	1,63	0,64	0,47	0,23	0,67	0,78	0,79	0,81
CTS	1,35	1,53	1,38	1,13	2,37	1,36	1,34	1,11	1,38	2,04	2,36
TIPMN - TIPMEX	0,87	1,88	2,06	1,61	1,24	0,91	0,59	0,69	0,75	0,80	0,83
FTIPMN-FTIPMEX	0,89	1,40	0,85	-0,18	-0,36	-0,78	-0,81	-0,62	-0,39	-0,17	-0,14

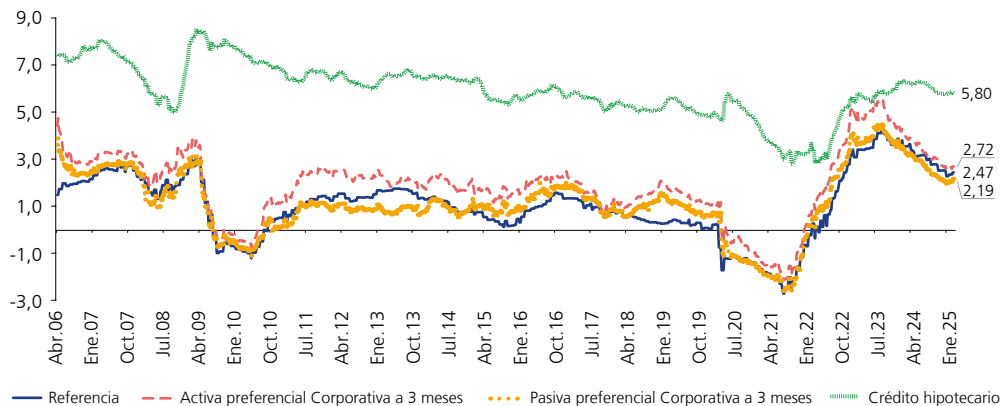
Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP y SBS.



En 2025, al 14 de marzo, el segmento de crédito corporativo mantuvo un diferencial negativo en enero y febrero; mientras que, en el mercado de depósitos, las personas naturales hasta 30 días presentan un diferencial negativo en enero, febrero y marzo de 2025 (-0,03, -0,09 y -0,06 puntos porcentuales, respectivamente). En el caso de los depósitos de ahorro totales, el diferencial fue negativo en enero de 2025 (-0,03 puntos porcentuales).

73. La mayoría de tasas de interés reales aumentaron durante el primer trimestre de 2025, en línea con la menor reducción de las tasas de interés nominales y unas expectativas de inflación estables y dentro del rango meta. Así, las tasas de interés activas y pasivas preferenciales corporativos a 3 meses presentaron incrementos de 5 y 11 puntos básicos, respectivamente. La tasa de referencia en términos reales disminuyó de 2,55 por ciento en diciembre de 2024 a 2,47 por ciento en marzo de 2025. En el caso de la tasa del crédito hipotecario en términos reales, aumentó de 5,76 a 5,80 por ciento en similar horizonte.

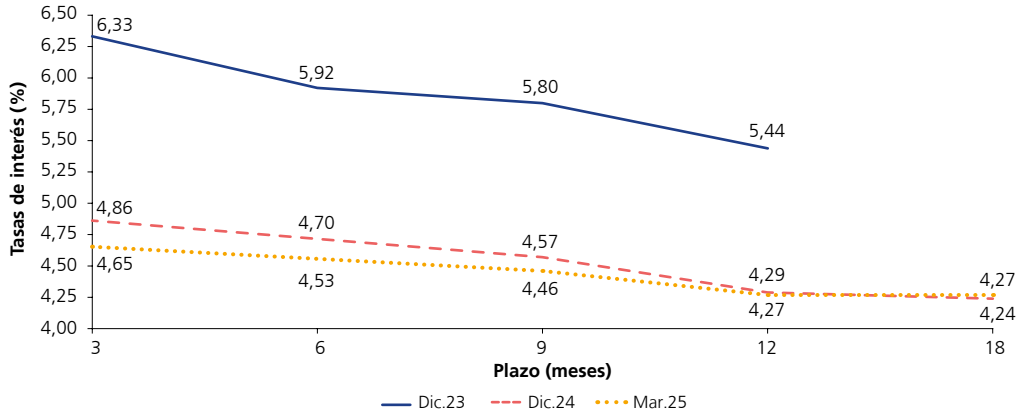
Gráfico 72
TASAS DE INTERÉS REALES EX ANTE EN SOLES
(En porcentaje)



Al 14 de marzo. Las tasas de interés nominales son deflactadas usando las expectativas de inflación.
Fuente: BCRP y SBS.

Las tasas de rendimiento de la curva de los Certificados de Depósito (CD BCRP) incorporaron la reducción de 25 puntos básicos en la tasa de referencia entre los meses de diciembre de 2024 y marzo de 2025. Desde inicios del tercer trimestre el BCRP viene realizando regularmente subastas de CDBCPR 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. La pendiente de la curva de rendimiento sigue siendo negativa y refleja la expectativa del mercado sobre movimientos esperados de la tasa de interés de referencia en los próximos meses. Así, por ejemplo, las tasas de interés entre diciembre de 2024 y marzo de 2025 han bajado en 21 y 11 puntos básicos a los plazos de 3 y 9 meses, respectivamente.

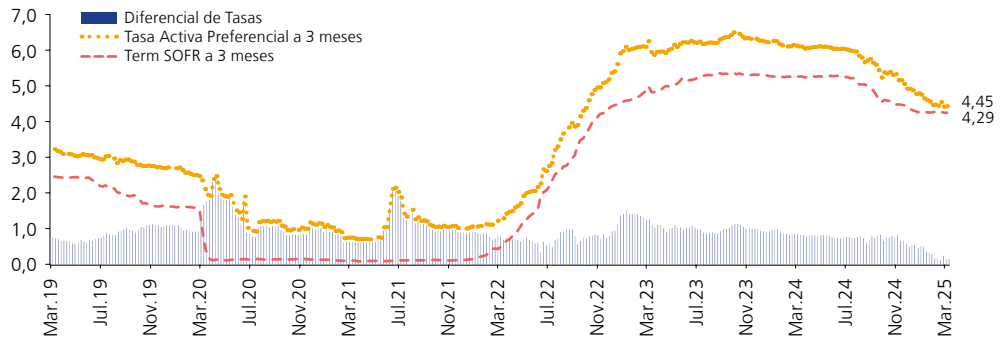
Gráfico 73
CURVA DE RENDIMIENTO DE CD BCRP 1/
(En porcentaje)



1/ Tasa de rendimiento del mercado primario y secundario de CD BCRP.
Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP.

74. En el mercado monetario en dólares, la mayoría de las tasas de interés disminuyeron en el primer trimestre de 2025, asociado al elevado nivel de liquidez de las empresas bancarias 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 mantuvo en 4,75 por ciento en enero y febrero, en línea con la tasa de interés de política monetaria de Estados Unidos. En el caso de las tasas de interés activas y pasivas preferenciales a 1, 3 y 6 meses, éstas disminuyeron en promedio 39 y 53 puntos básicos, respectivamente; mientras que la *Term SOFR* a 3 meses disminuyó en 4 puntos básicos. El *spread* entre la tasa activa preferencial y la tasa *Term SOFR* a 3 meses disminuyó de 0,47 puntos porcentuales en diciembre de 2024 a 0,16 puntos porcentuales en marzo de 2025.

Gráfico 74
TASAS DE INTERÉS EN DÓLARES: ACTIVA PREFERENCIAL CORPORATIVA Y CME TERM-SOFR A 3 MESES
(En porcentaje)



Al 14 de marzo.
Fuente: Chicago Mercantile Exchange y BCRP.





En el mercado de créditos bancarios en moneda extranjera, en el primer trimestre de 2025 las tasas de interés de menor riesgo crediticio disminuyeron. Por un lado, el segmento corporativo destaca con la mayor reducción trimestral (68 puntos básicos), mientras que, por otro lado, el sector de microempresas acumula el mayor incremento. La tasa de interés del crédito hipotecario aumentó desde 7,09 por ciento en diciembre de 2024 a 7,22 por ciento en marzo de 2025, mientras que la tasa de rendimiento del bono global a 10 años disminuyó en 20 puntos básicos.

Por su parte, la mayoría de las tasas de los depósitos en dólares disminuyeron en el primer trimestre de 2025, principalmente las pagadas a las empresas. Así, mientras que las tasas remuneradas a las personas disminuyeron en 8 puntos básicos, aquellas pagadas a las empresas descendieron en promedio 42 puntos básicos. En el caso de la tasa de interés de los depósitos CTS en las empresas bancarias, esta aumentó de 0,90 por ciento en diciembre de 2024 a 1,19 por ciento en marzo, mientras que el saldo de este tipo de depósito descendió de USD 510 millones en diciembre de 2023 a USD 430 millones en enero de 2025.

Cuadro 35
TASAS DE INTERÉS EN MONEDA EXTRANJERA 1/
(En porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Set.24	Dic.24	Mar.25	Prom. Hist. 2/
Pasivas									
Preferencial Corporativa 90 días	1,6	0,2	0,3	4,7	5,3	4,6	4,8	3,7	1,6
TIPMEX	0,8	0,3	0,2	1,2	1,9	2,0	1,7	1,5	0,7
FTIPMEX	1,2	0,1	0,1	2,3	3,3	3,3	2,8	2,6	1,0
Depósitos hasta 30 días	1,4	0,1	0,1	3,6	5,1	4,3	3,7	3,5	1,3
Personas	1,3	0,0	0,1	1,1	3,4	3,2	2,8	2,9	0,9
Empresas	1,4	0,1	0,1	3,6	5,1	4,3	3,7	3,5	1,3
Depósitos a plazo de 31 a 90 días	1,5	0,3	0,2	3,3	4,8	4,3	3,8	3,4	1,5
Personas	1,0	0,2	0,2	1,7	3,8	3,3	3,1	2,8	1,0
Empresas	1,6	0,3	0,2	3,4	5,1	4,7	4,1	3,8	1,6
Depósitos a plazo de 91 a 180 días	1,3	0,3	0,5	3,4	3,6	3,6	3,1	2,8	1,4
Personas	1,0	0,2	0,3	2,1	3,2	3,3	2,9	2,7	1,1
Empresas	1,6	0,3	0,6	4,6	5,0	4,5	3,9	3,6	1,7
Depósitos a plazo de 181 a 360 días	1,4	0,3	0,6	3,8	3,5	3,4	3,1	2,7	1,5
Personas	1,2	0,3	0,4	3,2	2,7	3,1	2,7	2,7	1,4
Empresas	1,8	0,3	0,7	4,9	5,5	4,0	3,9	2,9	1,8
Depósitos a plazo de más de 360 días	1,6	0,5	0,8	3,5	4,1	3,2	3,6	2,5	1,6
Personas	1,3	0,5	0,8	2,9	3,0	2,7	2,4	2,4	1,5
Empresas	1,9	0,6	0,9	4,8	5,2	4,5	4,1	3,8	1,9
CTS	1,3	1,0	0,9	1,1	0,9	1,1	0,9	1,2	1,5
Activas									
Preferencial Corporativa 90 días	2,7	1,0	1,0	6,0	6,3	5,5	4,8	4,4	2,6
TAMEX	7,6	6,1	6,7	9,3	10,9	10,8	10,6	10,0	8,0
FTAMEX	7,1	6,3	7,6	10,9	13,0	12,8	12,4	12,1	8,4
Corporativos	3,2	2,0	2,1	6,1	7,5	6,8	6,3	5,6	3,6
Grandes Empresas	5,5	4,5	4,3	7,8	8,8	7,9	7,5	7,2	5,8
Medianas Empresas	6,6	5,9	5,9	8,8	9,8	9,1	9,1	9,0	8,0
Pequeñas Empresas	8,8	5,3	10,3	12,2	13,2	13,5	10,0	9,8	11,7
Microempresas	11,0	8,5	7,4	12,7	15,5	10,4	10,7	13,5	15,8
Microempresas 3/	7,7	4,8	17,1	9,4	16,1	12,3	10,7	12,4	13,2
Consumo	36,1	35,1	33,4	41,0	45,9	47,9	48,3	48,1	32,9
Consumo 3/	35,3	33,5	33,9	37,1	40,8	46,5	47,6	48,4	38,7
Hipotecario	5,6	5,4	5,0	8,3	7,9	6,9	7,1	7,2	7,0

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

2/ Promedio desde setiembre de 2010. En el caso del crédito de consumo es promedio desde octubre de 2019.

3/ Corresponde al promedio del sistema financiero.

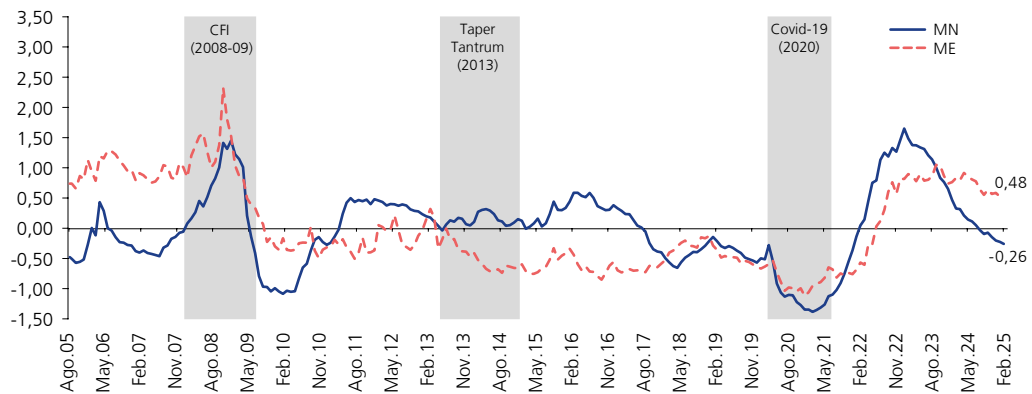
Al 14 de marzo.

Fuente: BCRP y SBS.

75. En el caso de las condiciones financieras a febrero de 2025, en moneda nacional reflejan una mayor flexibilización respecto a diciembre de 2024, en línea con la evolución de las tasas de interés del sistema financiero y compensado parcialmente por el aumento del rendimiento de los bonos soberanos, ubicándose con ello en un nivel ligeramente por debajo del neutral. Asimismo, las condiciones financieras en moneda extranjera se

flexibilizaron en el primer trimestre respecto a diciembre de 2024, aunque se mantiene la incertidumbre respecto a la política monetaria de la Reserva Federal.

Gráfico 75
PERÚ: INDICES DE CONDICIONES FINANCIERAS (2005-2025)*

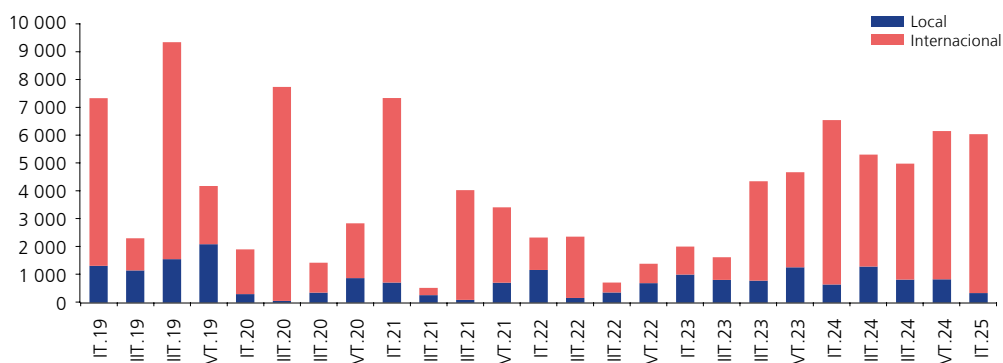


* Basado en el documento "New Indicators for Measuring Financial Conditions in a Financially Dollarized Economy" de Pérez, Fernando (2024). Working Papers 2024-012, Banco Central de Reserva del Perú. Al 28 de febrero. Fuente: BCRP.

Mercado de renta fija

76. En el primer trimestre de 2025, la colocación de bonos del sector privado mantiene el dinamismo observado en el cuarto trimestre de 2024, principalmente por las emisiones en el mercado internacional. El menor costo de financiamiento a nivel global y la recuperación de los indicadores de expectativa empresarial explican el comportamiento positivo. En el mercado local se colocaron por oferta pública un total de S/ 337 millones entre enero y marzo de 2025, por debajo del nivel del cuarto trimestre de 2024 (S/ 833 millones). En el mercado internacional, se colocaron USD 1 450 millones³⁴, por encima al total emitido en el trimestre pasado (USD 1 200 millones).

Gráfico 76
COLOCACIONES DE BONOS DEL SECTOR PRIVADO
(En millones de soles)



Al 28 de febrero. Fuente: Reuters y SMV.

34 Las empresas Kallpa Generación, Banco Internacional del Perú y Buenaventura realizaron emisiones a plazos entre 7 y 10 años.





En el caso de las entidades no residentes que emiten valores en soles, en lo que va del primer trimestre de 2025 han colocado S/ 623 millones a plazos entre 3 meses y 10 años, significativamente mayor al total colocado en el cuarto trimestre de 2024 (S/ 239 millones). El total colocado en 2024 (S/ 1 049 millones) se ubica por debajo del total de 2023 (S/ 1 347 millones) y de 2022 (S/ 1 883 millones).

77. El valor de las carteras administradas por inversionistas institucionales presenta una ligera recuperación, principalmente por el crecimiento de la cartera de los fondos mutuos.

En el caso de las AFP, la cartera de inversiones aumentó ligeramente de S/ 107,0 mil millones a S/ 107,4 mil millones entre el 31 de diciembre de 2024 y el 7 de marzo de 2025. Esta variación reducida fue principalmente por el retorno negativo de los activos que componen la cartera administrada. Durante 2024, aproximadamente 4,3 millones de afiliados solicitaron un retiro de S/ 27,3 mil millones, con lo que el valor de la cartera administrada disminuyó de S/ 122,8 mil millones en diciembre de 2023 a S/ 107,0 mil millones en diciembre de 2024. Para evitar la liquidación de valores, de montos significativos en un corto periodo de tiempo, que pueda tener impactos no deseados sobre las tasas de interés de los BTP, el BCRP realizó operaciones repo con las AFP al plazo de 1 y 3 meses por cerca de S/ 15,3 mil millones.

Cuadro 36
CARTERA ADMINISTRADA DE AFP

(En millones de soles)

	Saldo			Variación	
	Dic.19	Dic.24	Mar.25	Mar.25-Dic.24	Mar.25-Dic.19
A. Inversiones Locales	95 347	58 516	57 341	-1 175	-38 006
1. Renta Fija	66 309	28 522	27 641	- 881	-38 668
Bonos de Gobierno	40 431	19 738	19 034	- 704	-21 396
Bonos del Sector Privado	25 878	8 190	7 994	- 197	-17 885
Sistema Financiero	8 232	2 206	2 260	54	-5 972
Sistema No Financiero	17 647	5 984	5 734	- 251	-11 913
2. Renta Variable	19 589	17 734	17 044	- 690	-2 545
3. Cuentas Corrientes	884	108	463	355	- 421
4. Depósitos en el sistema financiero	2 969	5 267	5 778	511	2 809
5. Fondos mutuos y de Inversión	5 336	3 996	3 795	- 202	-1 541
6. Corto Plazo (CD, Papel Comercial)	0	1 713	1 432	- 280	1 432
7. Otros	261	1 176	1 188	12	927
B. Inversiones en el Extranjero	78 448	49 563	51 087	1 523	-27 361
1. Renta Fija	7 237	3 880	3 588	- 293	-3 649
2. Renta Variable	32	2 364	2 413	49	2 381
3. Depósitos	151	183	411	228	261
4. Fondos Mutuos y de Inversión	70 705	42 119	43 518	1 400	-27 187
5. Cuentas Corrientes	323	521	741	219	417
6. Otros	0	497	873	376	873
Operaciones en tránsito	1 028	-1 103	-1 007	96	-2 035
Cartera administrada	174 823	106 976	107 420	444	-67 403
<i>Inv. en el Exterior / Cartera Adm.</i>	<i>44,9%</i>	<i>46,3%</i>	<i>47,6%</i>	<i>1,2%</i>	<i>2,7%</i>
<i>Grado de dolarización de la cartera</i>	<i>56,5%</i>	<i>60,9%</i>	<i>62,0%</i>	<i>1,1%</i>	<i>5,5%</i>
<i>Depósitos en el SF local y ext. / Cartera Adm.</i>	<i>1,8%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,8%</i>	<i>0,8%</i>	<i>4,0%</i>
<i>Tipo de cambio (Soles por dólar)</i>	<i>3,384</i>	<i>3,757</i>	<i>3,654</i>		

Al 7 de marzo de 2025.
Fuente: SBS.

Para los fondos mutuos, el patrimonio administrado se ha incrementado desde S/ 32,9 mil millones en diciembre de 2023 a S/ 49,3 mil millones en febrero de 2025. El número de participantes subió de 346,5 a 424,1 miles en similar periodo, que es el máximo nivel en los últimos cuarenta y seis meses. Las personas naturales representan a enero de 2025 el 84 por ciento de participación en la cartera administrada los fondos mutuos locales. En el caso de las empresas de seguros, su cartera administrada aumentó de S/ 61,8 mil millones a S/ 68,4 mil millones entre diciembre de 2023 y diciembre de 2024.

Mercado cambiario

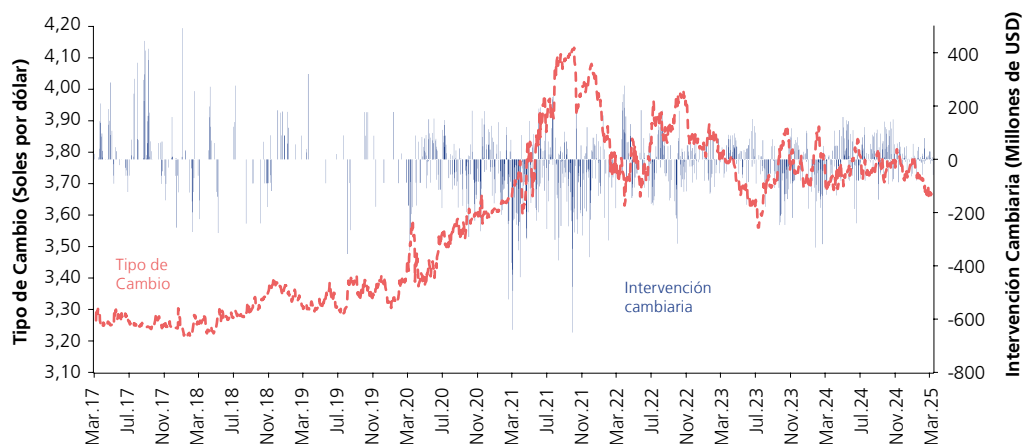
78. El tipo de cambio bajó de S/ 3,761 por dólar en diciembre de 2024 a S/ 3,657 por dólar en marzo de 2025, al día 14, con lo cual el sol acumuló una apreciación de 2,8 por ciento en lo que va del primer trimestre de 2025, en un entorno de oscilación en el apetito de riesgo global por la incertidumbre sobre la política arancelaria de Estados Unidos y demanda neta de dólares en el mercado cambiario local.

En enero, durante la primera quincena del mes, el tipo de cambio presentó una tendencia al alza, en un contexto de fortalecimiento del dólar a nivel global. Este movimiento estuvo influenciado por la incertidumbre sobre las políticas arancelarias del nuevo gobierno de Estados Unidos; la expectativa de que la tasa de política monetaria se mantendría sin cambios por más tiempo; y la publicación de datos de empleo sólidos en Estados Unidos. Sin embargo, este comportamiento fue contrarrestado por un aumento en el precio del cobre en el periodo. A partir de la segunda quincena de enero, el sol se apreció; influenciado por el debilitamiento del dólar a nivel global, como resultado de una moderación en relación con las políticas comerciales y arancelarias; la publicación de niveles moderados de inflación en Estados Unidos; y por el comunicado de la Fed del mes de enero, que confirmó la pausa en la tasa de política monetaria.

En febrero, el tipo de cambio mantuvo la tendencia a la baja, y el solo acumuló una apreciación de 0,9 por ciento en el mes, mientras que el índice DXY se debilitó en 0,7 por ciento y el precio del cobre subió en 5,5 por ciento. El atraso en la imposición de aranceles a Canadá y México y la expectativa de una tasa de política monetaria más alta por más tiempo, favoreció el desempeño del sol. En el mercado cambiario local, los agentes ofertaron en neto USD 88 millones (USD 319 millones en el mercado *spot*).

En marzo, al día 14, el sol acumula una apreciación de 1,0 por ciento, a pesar del sentimiento negativo hacia activos de riesgo; mientras que el índice DXY se ha debilitado en 3,6 por ciento. El 5 de marzo el tipo de cambio se ubicó en S/ 3,651 por dólar, menor nivel desde agosto de 2023. En el mercado cambiario local, los agentes presentan una posición de demanda neta de alrededor de USD 246 millones, principalmente en el mercado *spot*.

Gráfico 77
TIPO DE CAMBIO E INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP 1/

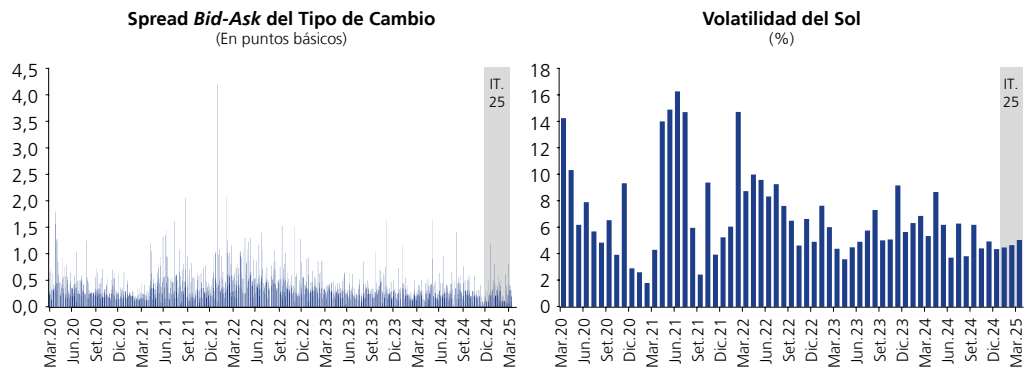


1/ Incluye: Compras/ventas de dólares en el mercado *spot* y colocaciones netas de CDLD BCRP, CDR BCRP y *swaps* cambiarios. Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP.



En términos de volatilidad del sol, esta se ubica en 4,5, 4,6 y 5,0 por ciento, en enero, febrero y marzo de 2025, respectivamente. Durante el primer trimestre, el tipo de cambio fluctuó entre S/ 3,651 y S/ 3,782 por dólar, y presentó apreciaciones diarias en el 56 por ciento de los días (máximo diario de 0,59 por ciento el 3 de febrero). En términos trimestrales, la volatilidad del primer trimestre asciende a 4,6 por ciento, por debajo del promedio regional (9,8 por ciento). Los *spreads* de las cotizaciones *bid-ask* del tipo de cambio fluctuaron entre 0,06 y 0,81 puntos básicos entre los meses de enero y marzo de 2025, por debajo del rango del cuarto trimestre de 2024 (0,00 y 1,20 puntos básicos).

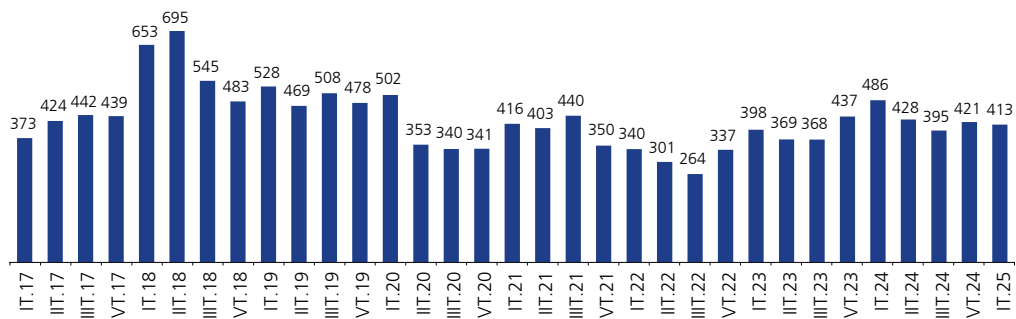
Gráfico 78
SPREAD Y VOLATILIDAD DEL TIPO DE CAMBIO



Desviación estándar diaria anualizada mensual.
Al 14 de marzo.
Fuente: Reuters y BCRP.

La negociación promedio diaria en el mercado cambiario interbancario *spot* en lo que va del primer trimestre de 2025 (USD 413 millones) es menor a la del cuarto trimestre de 2024 (USD 421 millones) pero mayor a la del tercer trimestre (USD 395 millones).

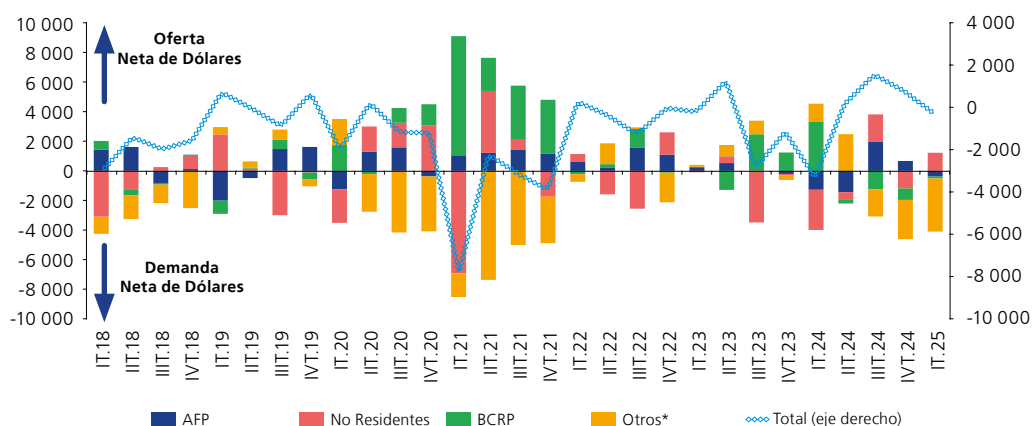
Gráfico 79
MONTO PROMEDIO NEGOCIADO EN MERCADO SPOT INTERBANCARIO
(En millones de USD)



Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP.

79. Los flujos cambiarios de los participantes de mercado en el primer trimestre de 2025, al 14 de marzo, son de demanda neta de dólares (USD 238 millones), un cambio respecto a la oferta neta del cuarto trimestre de 2024 (USD 830 millones). En el mercado *spot* se registró una demanda neta de dólares (USD 601 millones), principalmente impulsada por las empresas del sector corporativo y las AFP; mientras que por el lado de la oferta destacan las empresas mineras y los no residentes. En el mercado de derivados hubo una oferta neta (USD 362 millones) proveniente de las AFP.

Gráfico 80
FLUJOS AL MERCADO CAMBIARIO: SPOT Y DERIVADOS
 (En millones de USD)



	2021	2022	2023	I.T.24	II.T.24	III.T.24	IV.T.24	2024	I.T.25**
Spot	-6 892	1 281	-71	730	928	2 520	1 972	6 150	-601
Derivados	-10 279	-2 535	-2 766	-4 040	-723	-906	-1 142	-6 811	362
Total	-17 171	-1 254	-2 837	-3 310	205	1 614	830	-661	-238
Var. Posición de Cambio Global de la Banca	-335	120	405	-25	83	-367	-61	-369	372
Intervención del BCRP	17 506	1 134	2 433	3 334	-288	-1 246	-770	1 030	-133

* 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 14 de marzo.

Fuente: BCRP.

Los inversionistas no residentes presentan en el primer trimestre de 2025 una oferta neta de dólares de USD 1 137 millones, principalmente en el mercado *spot* (USD 1 437 millones), un cambio respecto a la demanda neta del cuarto trimestre de 2024 (USD 1 190 millones). En el mercado de derivados, demandaron en neto en el primer trimestre alrededor de USD 300 millones. Entre el 3 de enero y 28 de febrero, los inversionistas foráneos compraron en neto S/ 5 922 millones de BTP.

Las AFP demandaron en el primer trimestre de 2025 alrededor de USD 387 millones, un cambio respecto a la oferta neta en el cuarto trimestre de 2024 (USD 666 millones). En el mercado *spot* demandaron USD 589 millones, en contraste a la oferta neta del cuarto trimestre (USD 467 millones); mientras que en el mercado de derivados ofertaron en neto USD 203 millones, por encima de lo registrado el trimestre previo (USD 199 millones). Con la culminación del séptimo retiro de los afiliados, las AFP continúan comprando valores





externos, los cuales ascienden a USD 504 millones en el primer trimestre, por encima de las compras netas del cuarto trimestre de 2024 (USD 624 millones).

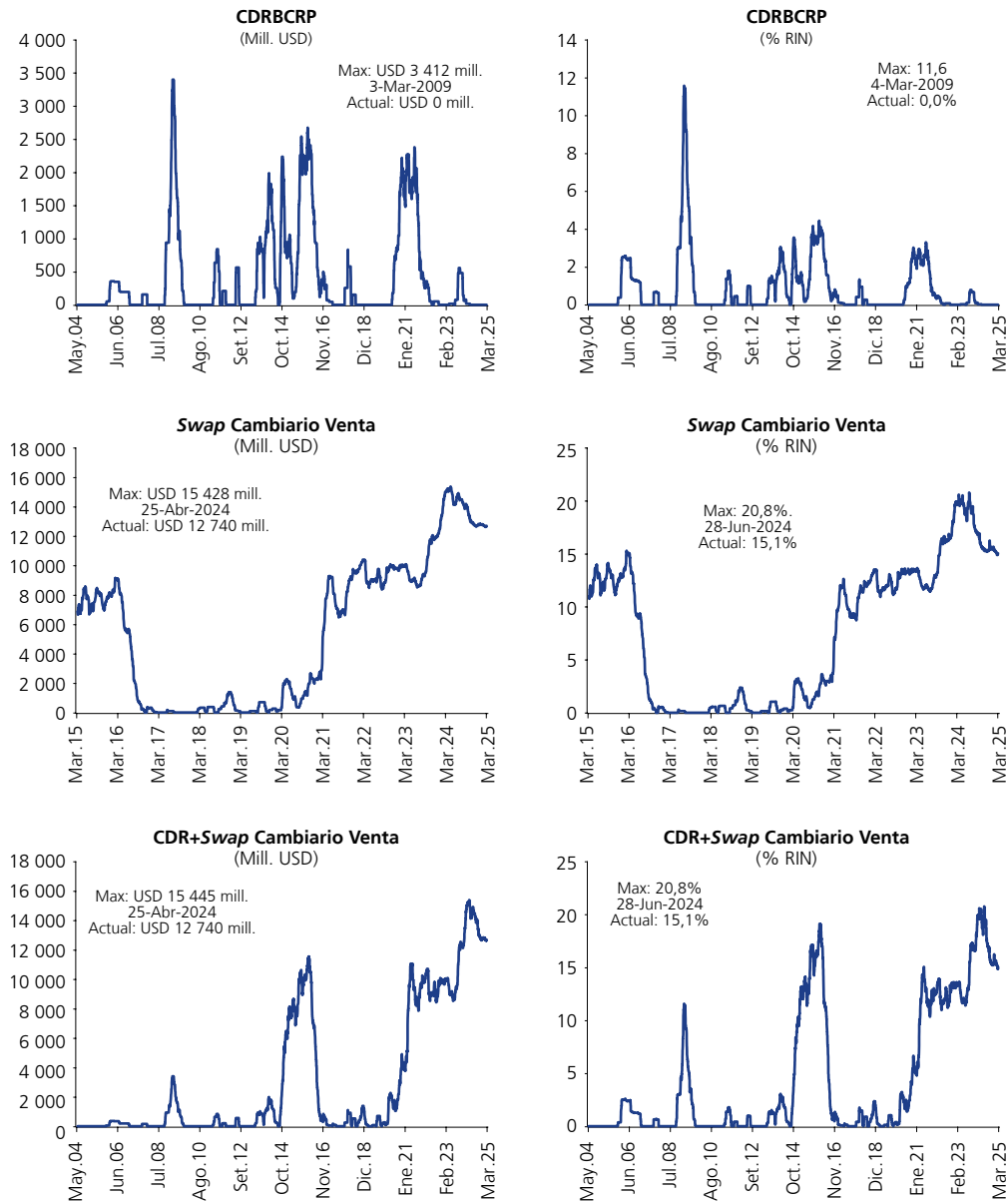
En el caso del sector no financiero, entre enero y marzo de 2025 las entidades presentan una demanda neta de USD 764 millones: (i) empresas del sector corporativo: demanda neta de USD 3 577 millones, principalmente en el mercado *spot* (USD 3 381 millones), por encima del total registrado en el cuarto trimestre (USD 2 647 millones); (ii) empresas del sector minero: oferta neta de USD 2 873 millones en el mercado *spot*, por debajo de la oferta neta del cuarto trimestre (USD 3 144 millones); (iii) sector minorista: demanda neta de USD 68 millones en el mercado *spot*, un cambio respecto a la oferta neta del cuarto trimestre (USD 1 433 millones).

Para las empresas bancarias, la posición global disminuyó de USD 71 millones en diciembre de 2024 hasta USD - 300 millones en marzo de 2025. El saldo de *Non-Delivery Forward* (NDF) de ventas netas de la banca con los inversionistas no residentes aumentó de USD 13 841 millones en diciembre de 2024 a USD 13 911 millones en marzo de 2025.

En este contexto, en el primer trimestre de 2025, el BCRP ha realizado colocaciones de *swaps* cambiarios venta a través de subastas en la modalidad de tasa variable para compensar parcialmente los vencimientos de instrumentos cambiarios; con el objetivo de reducir la volatilidad en el precio del sol respecto al dólar, en un contexto de incremento de la aversión al riesgo en los mercados financieros globales. Así, se colocaron *Swaps* Cambiarios Venta (SCV) por S/ 28 304 millones (USD 7 614 millones) a los plazos de 3, 6, 9 y 12 meses a tasa variable, y vencieron S/ 29 139 millones (USD 7 748 millones) a tasa variable.

El saldo total de instrumentos cambiarios (*swaps* cambiarios venta y CDR BCRP) al 14 de marzo se ubica en USD 12 740 millones, que equivalen a 15,1 por ciento de las Reservas Internacionales Netas (RIN), menor al nivel del 30 de diciembre de 2024 (USD 12 874 millones y 16,3 por ciento de las RIN). Asimismo, el saldo de CDR BCRP desde el 8 de mayo de 2024 es nulo. Los vencimientos de SCV y CDR han permitido que el saldo de instrumentos cambiarios disminuya desde los niveles máximos registrados entre marzo y abril de 2024, lo que estuvo asociado a la alta demanda de dólares en el mercado cambiario por parte de los inversionistas no residentes durante el primer trimestre de 2024. En lo que va de 2025, al 14 de marzo, el saldo de instrumentos derivados se ha reducido en USD 134 millones. Por su parte, el saldo de Reservas Internacionales Netas (RIN) a la misma fecha asciende USD 84 411 millones, mayor en USD 4 674 millones respecto al cierre de 2024, y la Posición de Cambio del BCRP asciende a USD 54 709 millones, mayor en USD 1 155 millones respecto al cierre de 2024.

Gráfico 81
SALDO DE INSTRUMENTOS CAMBIARIOS DEL BCRP
 (En millones de dólares y % de RIN)

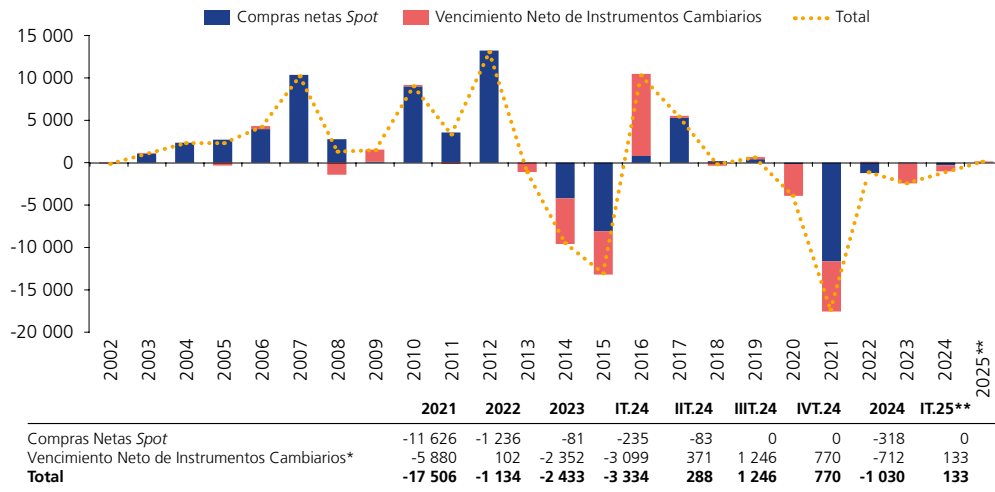


Al 14 de marzo.
 Fuente: BCRP.

Al 14 de marzo, el BCRP ha demandado en neto USD 133 millones en el mercado cambiario al ser el vencimiento de *swaps* cambiarios (USD 7 748 millones) mayor a la colocación de *swaps* cambiario venta (USD 7 614 millones).



Gráfico 82
INTERVENCIÓN CAMBIARIA DEL BCRP
(En millones de USD)

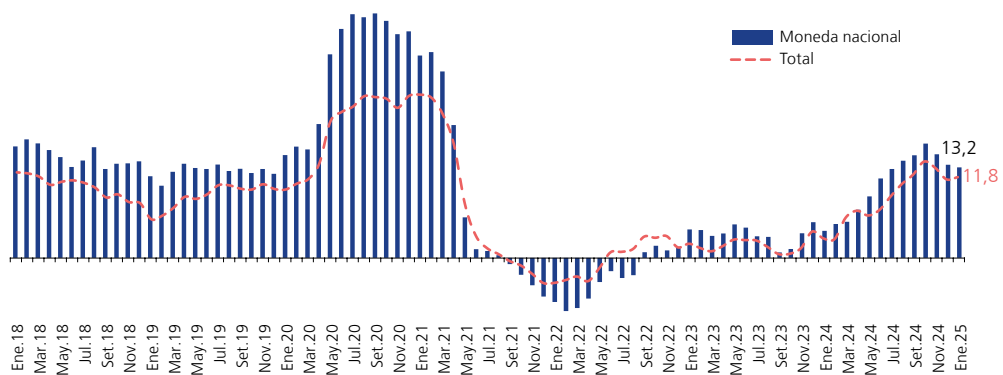


* Incluye los vencimientos netos de CDR BCRP y swap cambiario venta; y colocaciones netas de CDLD y swaps cambiario compra.
** Al 14 de marzo.
Fuente: BCRP.

Liquidez

80. La tasa de crecimiento interanual de depósitos del sector privado se ubicó en 11,8 por ciento en enero de 2025. Por monedas, los depósitos en soles se incrementaron en 13,2 por ciento interanual; mientras que, los denominados en dólares presentaron un incremento de 9,1 por ciento interanual en el mismo periodo.

Gráfico 83
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 37
AGREGADOS MONETARIOS Y CREDITICIOS DE LAS SOCIEDADES DE DEPÓSITO
(FIN DE PERIODO)
 (Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Dic.24	Ene.25	Dic.25*	Dic.26*
Circulante	4,7	37,3	16,0	-3,8	-5,6	11,5	12,4	4,0	0,0
Depósitos en moneda nacional	12,2	33,0	-5,6	1,6	5,2	13,6	13,2	15,0	9,0
Depósitos totales 1/	10,0	23,7	-3,7	1,5	3,8	11,5	11,8	11,9	7,4
Liquidez en moneda nacional	10,5	32,2	-0,9	0,5	3,9	13,1	12,8	9,4	7,0
Liquidez total 1/	9,6	25,2	-0,4	0,9	3,0	11,1	11,4	8,5	6,2
Crédito al sector privado en moneda nacional	10,1	19,4	5,5	2,4	0,8	1,6	2,3	6,0	4,5
Crédito al sector privado total 1/	7,0	10,8	4,0	4,5	1,3	0,5	1,2	5,0	4,0
Crédito al sector privado total (sin Reactiva Perú)1/	7,0	-5,5	8,9	11,2	5,0	1,6	2,2	5,5	4,0

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

* Proyección.

Fuente: BCRP.

81. El coeficiente de ahorro financiero aumentó de 55,5 por ciento del PBI en 2019 a 64,9 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 CTS y de los aportes a las AFP, así como por las salidas de capitales observada en 2021. Así, el coeficiente se ubicó en 43,4 por ciento del PBI en diciembre de 2024, reduciéndose ligeramente respecto a diciembre de 2023. A enero de 2025 este ratio se mantiene en 43,4 por ciento del PBI.

Cuadro 38
RATIO AHORRO FINANCIERO / PBI*
 (Porcentaje)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Dic.24	Ene.25
Depósitos	26,3	33,5	27,0	27,0	26,0	26,4	26,2
<i>Del cual: CTS</i>	3,0	3,1	1,4	1,2	0,9	0,8	0,8
AFP	22,3	22,6	15,0	11,2	12,1	9,8	9,7
Fondos Mutuos	4,7	6,2	3,3	2,7	3,1	4,2	4,4
Resto 1/	2,2	2,5	2,4	2,6	3,0	3,0	3,1
TOTAL	55,5	64,9	47,6	43,5	44,2	43,4	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).

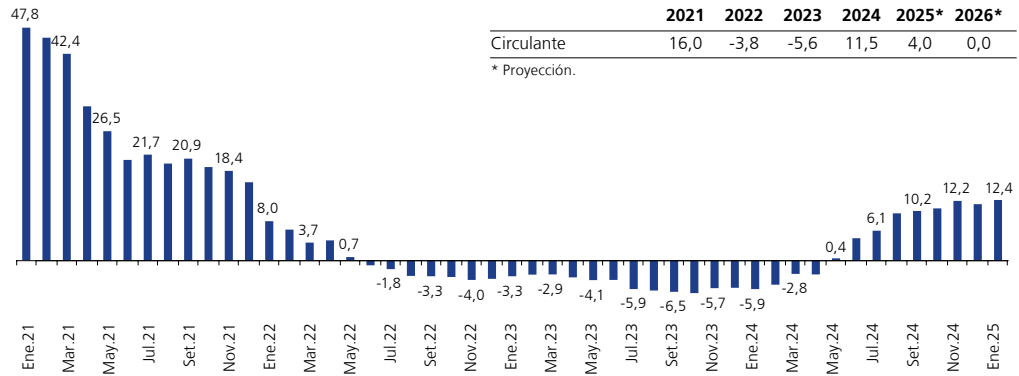
Fuente: BCRP.

82. El **circulante** se incrementó 11,5 por ciento en diciembre de 2024. De mayo a noviembre de 2024 se observó incrementos del circulante, especialmente en los billetes de mayor denominación. En diciembre de 2024, se desaceleró ligeramente; sin embargo, en enero de 2025, creció 12,4 por ciento (mayor tasa interanual desde diciembre de 2021). 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 4,0 por ciento en 2025. Hacia el



final del horizonte de proyección, el circulante experimentaría un crecimiento nulo, lo que supone un efecto sustitución por el avance esperado en el uso de pagos digitales.

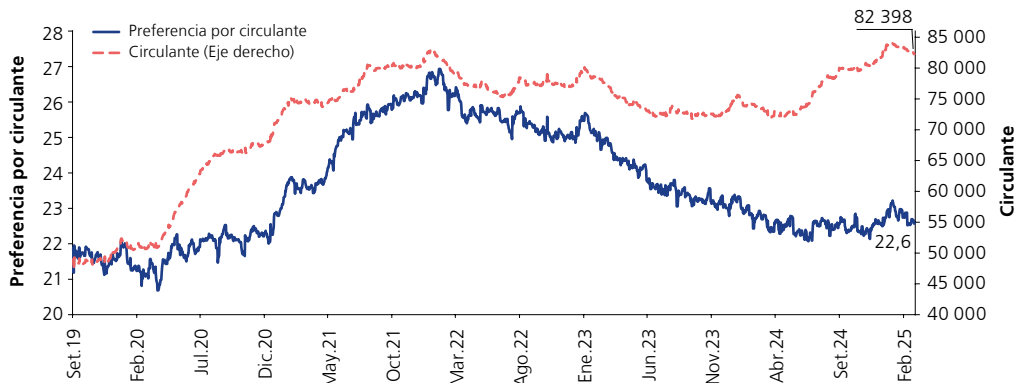
Gráfico 84
CIRCULANTE
(Variación porcentual 12 meses)



* Proyección.
Fuente: BCRP.

83. 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, estuvo creciendo ligeramente y ya retornó a una tendencia decreciente. Así, a febrero de 2025 se ubica en 22,6 por ciento, lo cual estaría también asociado al uso de pagos digitales.

Gráfico 85
CIRCULANTE Y PREFERENCIA POR CIRCULANTE*
(En millones de soles y porcentaje)

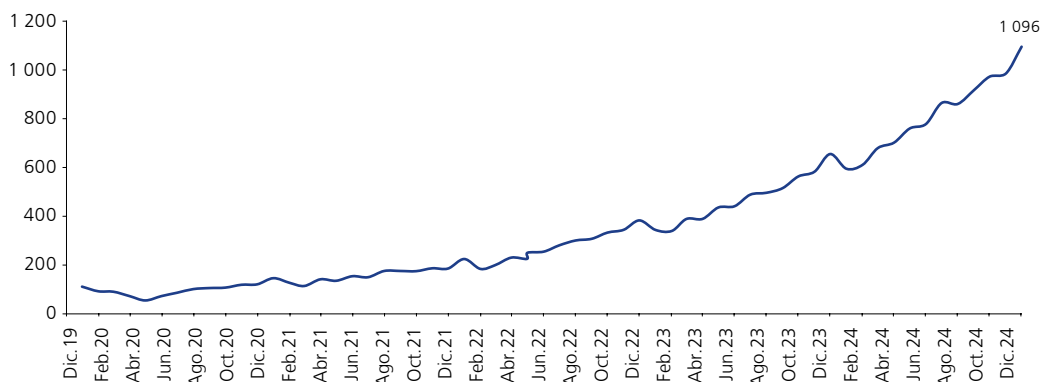


* Al 28 de febrero de 2025.
Nota: Preferencia por circulante es igual al saldo del circulante de sociedades de depósito dividido entre el saldo de la liquidez en moneda nacional de sociedades de depósito.
Fuente: BCRP.

84. Parte de la explicación de la reducción de la preferencia por circulante está relacionada con el incremento significativo en el uso de los pagos digitales en los últimos años. Estos

continuaron con su tendencia al alza, y en diciembre de 2024 se ubicaron en 1 096 millones de operaciones.

Gráfico 86
INDICADOR DE PAGOS DIGITALES
(Millones de operaciones)



Nota: Indicador de pagos digitales totales del mes hace referencia a transferencias de clientes LBTR, transferencias intrabancarias, transferencias interbancarias vía Visa Direct, transferencias interbancarias vía CCE, débitos directos, pagos con tarjetas y pagos con dinero electrónico (BIM).
Fuente: BCRP.

Crédito al sector privado

85. El **crédito al sector privado** creció 1,2 por ciento en términos anuales en enero de 2025 (0,5 por ciento en 2024). Sin considerar los créditos del programa Reactiva Perú, la tasa de crecimiento interanual del crédito ascendió a 2,2 por ciento en el mismo periodo (1,6 por ciento en 2024). El crédito al sector privado se recuperó en enero, lo cual estaría explicado por el segmento de las MYPE asociado a la recuperación de la actividad económica.
86. El crecimiento interanual del crédito a las personas naturales se mantiene positivo, y en el último mes se incrementó al mayor ritmo desde junio de 2024. Así, creció 1,5 por ciento en enero de 2025 (1,3 por ciento en 2024). Esta aceleración del crédito a las personas se debe principalmente al mayor dinamismo del crédito vehicular (3,2 por ciento en enero de 2025). En tanto, el crédito hipotecario ha mantenido su ritmo de crecimiento constante durante los últimos meses, registrando un incremento interanual de 5,2 por ciento en enero de 2025.
87. El crédito a empresas mostró una caída en diciembre de 2024 y se recuperó en enero de 2025, lo cual estaría asociado a la reducción de la morosidad en el segmento MYPE. En enero de 2025, el crédito a empresas se incrementó 1,0 por ciento (mayor a la caída de 0,1 por ciento en diciembre de 2024); mientras que, sin considerar los créditos Reactiva Perú aumentó en 2,7 por ciento (1,8 por ciento en diciembre de 2024). El segmento de corporativo y grandes empresas muestra un incremento de 7,9 por ciento; mientras que, el de mediana, pequeña y microempresas se contrajo en 6,6 por ciento.





Cuadro 39
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL 1/
(Tasas de crecimiento anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Dic.24	Ene.25
Crédito a empresas	4,3	20,0	3,7	-1,5	-2,3	-0,1	1,0
Corporativo y gran empresa	4,3	6,6	8,1	0,9	-0,3	5,5	7,9
Mediana y Mype 2/	4,2	35,9	-0,4	-4,0	-4,6	-6,3	-6,6
Crédito a personas	11,5	-3,2	4,8	15,9	7,1	1,3	1,5
Consumo	13,3	-7,1	3,1	21,8	8,3	-1,1	-0,9
Vehiculares	12,0	-2,2	7,5	16,0	11,4	2,8	3,2
Tarjetas de crédito	13,4	-20,3	-41,1	32,7	10,4	-5,0	-5,9
Resto	13,4	-0,5	21,5	19,8	7,7	-0,3	0,1
Hipotecario	8,7	3,0	7,2	8,0	5,4	5,0	5,2
TOTAL	7,0	10,9	4,1	4,5	1,3	0,5	1,2
Memo:							
EMPRESAS SIN REACTIVA	4,3	-6,9	11,6	8,3	3,6	1,8	2,7
TOTAL SIN REACTIVA PERÚ	7,0	-5,5	8,9	11,2	5,0	1,6	2,2

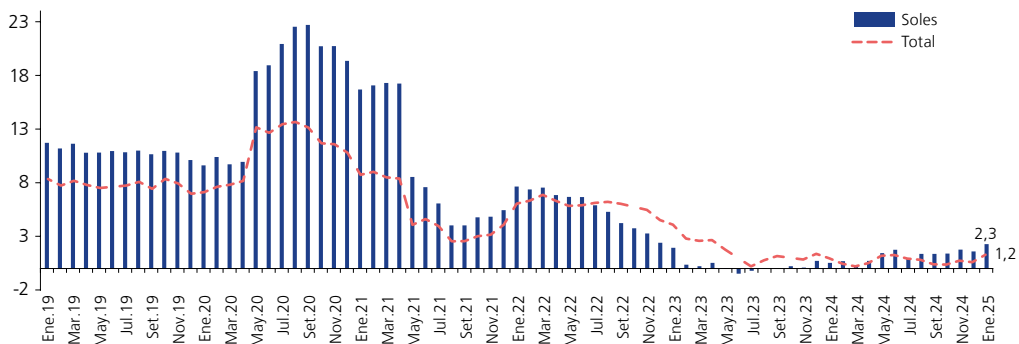
1/ A partir de octubre de 2024 entra en vigor la Resolución N° 02368-2023, donde se modifica la definición de la clasificación de los créditos a empresas por segmento.

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 medianas empresas podrían haber sido reclasificados como créditos de consumo.

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

88. Se observa una recuperación del crecimiento del crédito en soles y una menor contracción del crédito en dólares en el último mes. A enero de 2025, el crédito en soles creció en 2,3 por ciento; mientras que, el denominado en dólares cayó en 2,4 por ciento en el mismo periodo.

Gráfico 87
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO TOTAL Y EN MONEDA NACIONAL
(Tasas de crecimiento anual)



CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO 1/
(Variación porcentual anual)

	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Dic.24	Ene.25
Moneda Nacional	10,1	19,4	5,5	2,4	0,8	1,6	2,3
Moneda Extranjera	-0,3	-11,0	-0,8	12,1	3,1	-3,2	-2,4
Total 1/	7,0	10,9	4,1	4,5	1,3	0,5	1,2

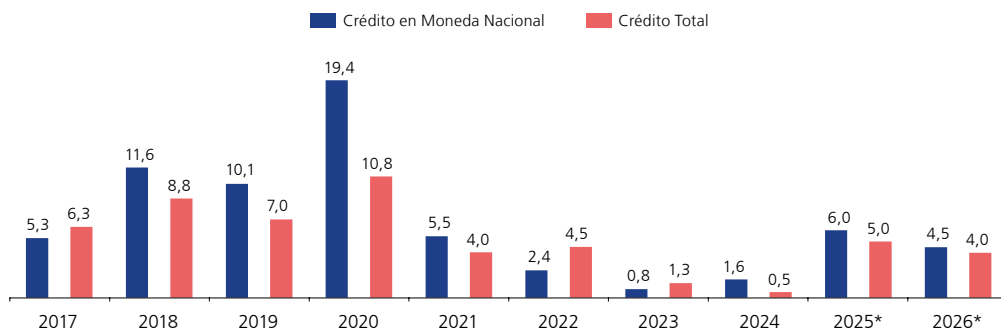
1/ Se mantiene el tipo de cambio constante de diciembre de 2024.
Fuente: BCRP.

Proyección del crédito al sector privado

89. 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 6,0 por ciento en 2025. Para el próximo año, se observaría una tasa de crecimiento de 4,5 por ciento, tomando en cuenta la culminación de la amortización de los créditos otorgados bajo el programa Reactiva Perú. Así, el crédito total crecería 5,0 por ciento en 2025 (5,5 por ciento sin el programa Reactiva Perú); mientras que, para 2026 se estima una tasa de crecimiento de 4,0 por ciento.

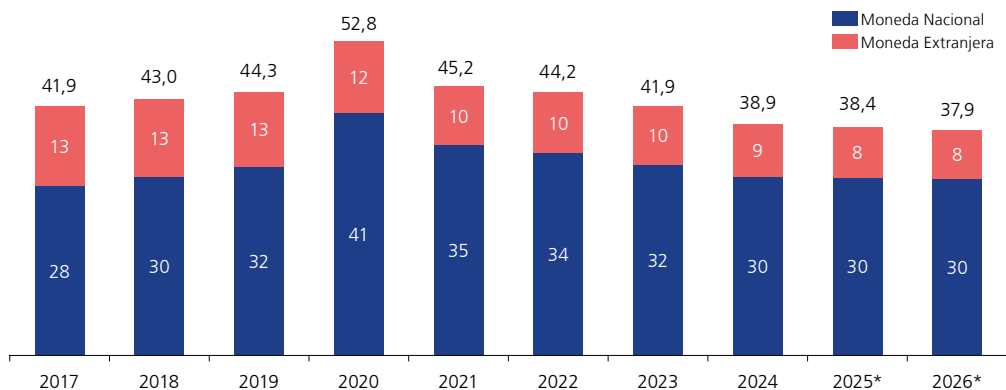
De igual manera, en 2025 y en el siguiente año se prevé que el crédito al sector privado crezca a un ritmo menor que el PBI nominal, tras un importante incremento del coeficiente de crédito respecto al PBI en 2020, el cual fue revertido en 2023.

Gráfico 88
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO
(Variaciones porcentuales)



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

Gráfico 89
RATIO CRÉDITO / PBI
(En porcentaje)



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

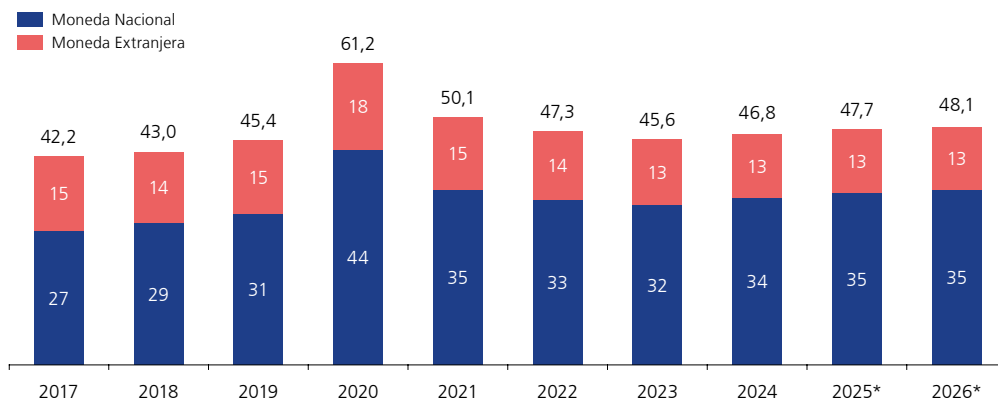




Asimismo, la tasa de crecimiento del circulante sería menor a la del PBI nominal en el horizonte de proyección. En tanto, la tasa de crecimiento de la liquidez total sería mayor a la del PBI nominal en este año y el siguiente, explicado principalmente por la evolución de los depósitos. El coeficiente de la liquidez respecto al PBI aumentaría de 46,8 por ciento en 2024 a 47,7 por ciento en 2025 y se ubicaría en 48,1 por ciento en 2026.

Por su parte, el ratio con respecto al PBI correspondiente al circulante de las sociedades de depósito se reduciría de 7,7 por ciento en 2024 a 7,6 por ciento en 2025 y a 7,2 por ciento en 2026. Estas reducciones conllevan a un nivel aún mayor al registrado previo a la pandemia del COVID-19.

Gráfico 90
RATIO LIQUIDEZ / PBI
(En porcentaje)



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

Recuadro 4 EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO POR FACTORES ESTRUCTURALES

La evolución del crédito al sector privado en la economía es el resultado de la agregación de factores de oferta y demanda reales, así como también de la evolución de las condiciones de oferta y demanda de crédito, y de la disponibilidad de liquidez en cada moneda. En este recuadro se analiza la dinámica del crédito en los años posteriores a la pandemia del COVID-19, luego de la aplicación de medidas extraordinarias anticíclicas en 2020.

El crédito en soles creció en diciembre de 2024 a una tasa interanual de 1,6 por ciento y, por su parte, en el mismo año el crédito en moneda extranjera registró una caída de 3,2 por ciento. Se puede apreciar que en los últimos años las tasas de crecimiento del crédito en ambas monedas han estado por debajo de las registradas en las décadas pasadas. Este recuadro explora cuáles son los determinantes macroeconómicos estructurales del crecimiento del crédito en los últimos años.

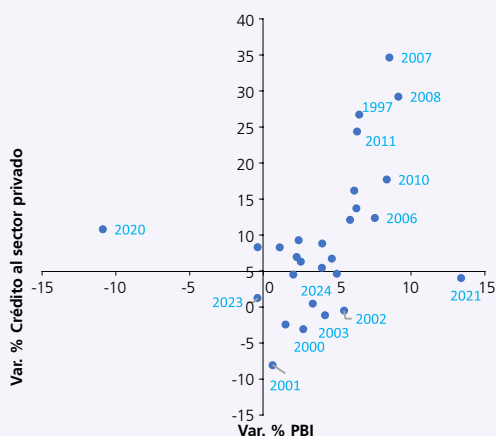
CRÉDITO AL SECTOR PRIVADO (Var. %)

Año	MN	ME	Total*
2021	5,5	-0,8	4,0
2022	2,4	12,1	4,5
2023	0,8	3,1	1,3
2024	1,6	-3,2	0,5

* A tipo de cambio constante 2024 (S/ 3,77 por USD).
Fuente: BCRP.

En primer lugar, la dinámica del crédito, si bien es cierto se encuentra ligada a la evolución de la actividad económica (con una correlación altamente positiva), también se cuenta con algunos periodos en donde se registró un crecimiento de la actividad, pero un crecimiento bajo del crédito, como en 2002 y 2003 y en el año recién transcurrido, 2024.

CRECIMIENTO DEL CRÉDITO Y DEL PBI (1997-2024)



Año	PBI	Crédito total	Año	PBI	Crédito total
1997	6,5	26,7	2011	6,3	24,4
1998	-0,4	8,3	2012	6,1	16,2
1999	1,5	-2,4	2013	5,9	12,1
2000	2,7	-3,0	2014	2,4	9,3
2001	0,6	-8,0	2015	4,6	6,7
2002	5,5	-0,5	2016	4,0	5,5
2003	4,2	-1,1	2017	2,5	6,3
2004	5,0	4,6	2018	4,0	8,8
2005	6,3	13,7	2019	2,2	7,0
2006	7,5	12,4	2020	-10,9	10,8
2007	8,5	34,6	2021	13,4	4,0
2008	9,1	29,2	2022	2,0	4,5
2009	1,1	8,3	2023	-0,4	1,3
2010	8,3	17,7	2024	3,3	0,5

* Crédito de las otras sociedades creadoras de depósito a tipo de cambio constante.
* PBI real en variaciones interanuales.
Fuente: BCRP.

Asimismo, se observa periodos de menos crecimiento de la actividad y relativamente alto crecimiento del crédito, por ejemplo, durante la pandemia 2020 donde el crédito creció 10,8 por ciento y el PBI disminuyó en 10,9 por ciento, esto debido a las medidas de confinamiento y al programa Reactiva Perú para evitar un rompimiento de la cadena de pagos de la economía. Adicionalmente, en los últimos 28

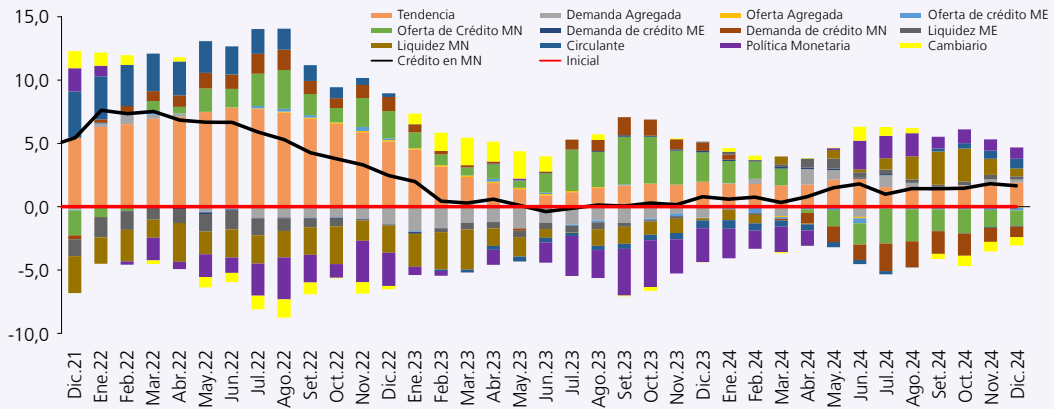


años, se ha evidenciado solo 3 años de crecimiento negativo del PBI, 5 años de crecimiento negativo del crédito y ningún año donde ambos (crédito y PBI) presenten simultáneamente un crecimiento negativo.

A continuación, se presenta una explicación por factores estructurales de la evolución del crecimiento interanual del crédito por monedas. Esta se obtiene a partir de un modelo de vectores autorregresivos que considera elementos no-lineales, y donde los choques estructurales se identifican a través de restricciones de ceros y signos³⁵. En base a este modelo, se obtiene que los factores que explican el bajo crecimiento del crédito en moneda nacional en el último año son los de demanda y oferta de crédito en soles, los cuales presentan una contribución negativa. Por su parte este efecto fue compensado por la contribución positiva de la política monetaria, dadas las tasas de interés más bajas y la mayor provisión de liquidez, así como también una mayor demanda por dinero observada en los agregados monetarios³⁶. La desaceleración del crédito en soles entre 2022 y 2023 se explica en parte por la menor demanda y oferta de crédito, principalmente de empresas, dado que se registró el vencimiento de las operaciones de reporte con garantía estatal asociadas al programa Reactiva Perú. Este efecto ya estaba internalizado por el mercado, dado el plazo de vencimiento anunciado al inicio del programa, y a que este tipo de medidas solo se utilizan en un contexto excepcional de crisis. El crecimiento del crédito en soles se desacelera también, en menor medida, por una posición restrictiva de política monetaria (de mayores tasas de interés y menor demanda por dinero), dado el aumento de la inflación a nivel global y la consecuente necesidad de contener las presiones inflacionarias observadas en aquel entonces, y donde las expectativas de inflación se ubicaban por encima del límite superior del rango meta (3 por ciento).

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL

(En porcentaje)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EN MONEDA NACIONAL

(En porcentaje)

Año	Oferta Crédito MN	Demanda Crédito MN	Política Monetaria	Liq.+Circ. MN	Oferta Agregada	Demanda Agregada	Tendencia	Resto*	Crédito MN Var. %
2021	-2,0	-0,3	1,8	0,7	-0,2	0,0	5,4	0,0	5,5
2022	2,2	1,1	-2,6	-1,9	-1,4	0,1	5,2	-0,2	2,4
2023	2,3	0,7	-2,7	-0,8	-0,8	0,0	2,0	0,1	0,8
2024	-1,2	-0,8	0,9	1,4	0,2	-0,1	1,9	-0,7	1,6

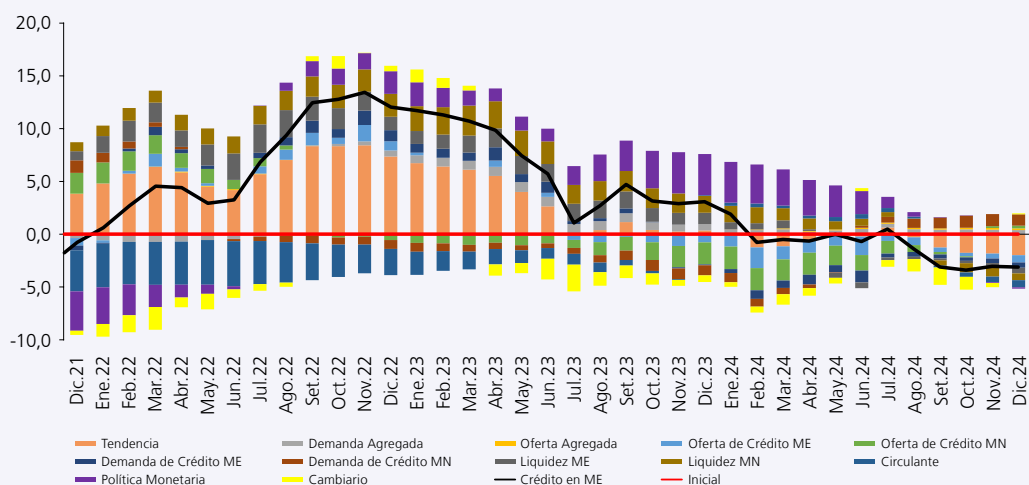
* Incluye factores de oferta y demanda de crédito en dólares, liquidez en moneda extranjera y tipo de cambio.

35 Ver Pérez Forero (2024): "Forecasting Peruvian Monetary Aggregates in a Nonlinear and Uncertain Environment," Working Papers 2024-010, Banco Central de Reserva del Perú.

36 El mecanismo de transmisión de estos choques estructurales se explica en Pérez Forero (2024). En breve, los factores de oferta se relacionan con un mayor flujo de crédito acompañado de una reducción de las tasas de interés activas. Por su parte, la demanda del crédito viene dada por un mayor flujo y presiones al alza en las tasas activas.

En el caso del crédito en moneda extranjera, su dinámica es influenciada principalmente por las condiciones financieras en dicha moneda. Así, desde fines de 2022 se observa una desaceleración en el crecimiento interanual, que inclusive se ha tornado en una caída desde mediados del año pasado. Entre los factores que contribuyen principalmente a esta desaceleración destacan tanto los de oferta como de demanda de crédito, y también de liquidez en dólares y por efectos de la depreciación de la moneda local. No obstante, dicha caída se ha atenuado en el último trimestre del año pasado, aunque dicho crecimiento continúa en el tramo negativo.

DESCOMPOSICIÓN HISTÓRICA DEL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA (En porcentaje)



CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DEL CRÉDITO EN MONEDA EXTRANJERA (En porcentaje)

Año	Oferta Crédito ME	Demanda Crédito ME	Política Monetaria**	Liquidez ME	Oferta Agregada	Demanda Agregada	Tendencia	Resto*	Total
2021	-0,7	-0,4	-3,7	0,9	-0,4	0,0	3,8	-0,3	-0,8
2022	0,9	1,0	2,1	1,3	0,6	0,0	7,4	-1,2	12,1
2023	-0,7	-0,1	3,9	1,1	0,6	0,0	0,4	-2,0	3,1
2024	-0,7	-0,5	-0,1	-0,5	0,4	0,2	-2,0	0,1	-3,2

* Incluye factores de oferta y demanda de crédito en soles, liquidez en moneda nacional y tipo de cambio.

** Del BCRP. Representa el efecto de sustitución de monedas por los movimiento de las tasas de interés en soles.

A manera de conclusión, se puede apreciar que los factores de oferta y demanda de crédito son determinantes importantes de la evolución del crédito, más allá de otros factores macroeconómicos estructurales relevantes para la economía peruana. La identificación de estos factores, junto con la cuantificación de los efectos dinámicos que traen consigo, sirven también como un punto de partida para la realización de proyecciones del crédito al sector privado. En particular, los niveles de liquidez observados en el último año sugieren que existe espacio para que el crédito se recupere y alcance tasas de crecimiento más altas en el horizonte 2025-2026, lo que también se encontraría en línea con la recuperación de la actividad económica.



Recuadro 5

LIQUIDEZ Y TASAS DE INTERÉS: EXPLORANDO LA RELACIÓN

En este recuadro se explora la relación entre la liquidez antes de operaciones³⁷ y las tasas de interés bancarias preferenciales corporativas. Se define la liquidez antes de operaciones como el saldo agregado de la cuenta corriente en el ente emisor de las entidades participantes en el mercado interbancario al inicio de la jornada. Es decir, es la cuenta corriente antes de las operaciones con el BCRP una vez considerados los vencimientos netos de instrumentos de inyección y esterilización del día, y el efecto de otros factores exógenos, tales como los movimientos de cuentas del sector público en el BCRP³⁸.

La disponibilidad de fondos líquidos del sistema bancario influye en las tasas de interés a través de una prima de liquidez. En entornos de elevada (reducida) liquidez, la abundancia (escasez) de activos disminuye (incrementa) su valor, incidiendo en menores (mayores) tasas. El caso peruano muestra evidencia a favor de esta relación: entornos de elevada (reducida) liquidez tienden a coincidir con reducciones (incrementos) en las tasas de interés preferenciales corporativas, así como en sus spreads respecto a una tasa libre de riesgo de similar plazo, como los rendimientos de Certificados de Depósitos del BCRP.

Implementación de la política monetaria y liquidez de las empresas bancarias

En el marco del esquema de metas explícitas de inflación, la meta operativa de política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) es la tasa de interés interbancaria *overnight* (TIBO)³⁹. Con el objetivo de implementar su meta operativa, el BCRP realiza operaciones monetarias de esterilización e inyección para inducir que la TIBO se sitúe en el nivel de la tasa de interés de referencia. Así, el manejo de liquidez del BCRP contribuye a equilibrar la demanda y oferta del mercado interbancario en un nivel consistente con la tasa de interés de referencia.

La evidencia sugiere que la liquidez antes de operaciones influye en la dinámica del mercado interbancario. En entornos de elevada liquidez, se tiende a observar contracciones en el volumen de negociación⁴⁰ y una curva de demanda menos elástica⁴¹ por fondos de préstamos interbancarios. Por otro lado, la variable influiría sobre las tasas de interés bancarias y las condiciones financieras de la economía a través de su efecto en las primas de liquidez⁴². En este recuadro, el análisis se concentra en el segundo punto.

37 En la literatura, la liquidez antes de operaciones también es conocida como liquidez estructural. Véase, por ejemplo, Bjørlo, M & Hagen, M. (2024). "Structural liquidity: What has driven the historical development and what might occur in the years ahead?" Norges Bank, Staff Memo 2/2024.

38 Bjørlo, M & Hagen, M. (2024): "Structural liquidity: What has driven the historical development and what might occur in the years ahead?" Norges Bank, Staff Memo 2/2024.

39 La TIBO se define como la tasa de interés promedio ponderada de los préstamos no colateralizados realizados entre empresas bancarias privadas en moneda nacional al plazo de un día hábil, excluyendo valores extremos para velar por la representatividad del indicador.

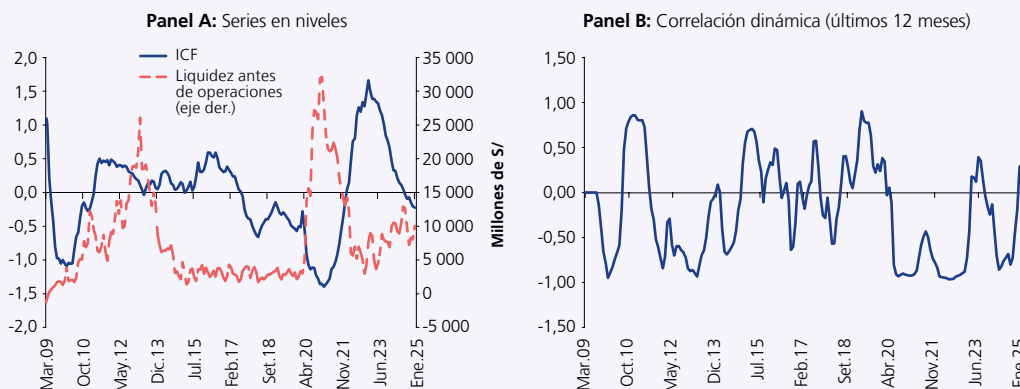
40 Abanto, F. & Butrón, N. (2024). Evolución reciente de liquidez estructural de las empresas bancarias. Revista Moneda N°198.

41 Afonso, G., Giannone, D., Gabriele La Spada, & Williams, J. (2024). Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports.

42 Bianchi, J. & Bigio, S. (2022). Banks, Liquidity Management and Monetary Policy. *Econometrica*, 90(1), 391-454.

A continuación, se observa la evolución del índice de condiciones financieras (ICF) en moneda nacional⁴³ y la liquidez antes de operaciones. Conceptualmente, a mayor liquidez disponible, se espera observar una flexibilización de las condiciones financieras⁴⁴. En el periodo entre setiembre de 2008 y enero de 2025, las variables registran un coeficiente de correlación de -0,33. Al analizar subperiodos móviles de 12 meses, se observa que las variables registraron una relación negativa en la mayor parte de la muestra (63 por ciento). Esta relación se manifestó con mayor intensidad durante los periodos entre enero y diciembre de 2009 (-0,95), y entre mayo de 2021 y julio de 2022 (-0,97).

ÍNDICE DE CONDICIONES FINANCIERAS EN MONEDA NACIONAL Y LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES



Fuente: BCRP.

Así, periodos de incrementos en la liquidez antes de operaciones tienden a coincidir con flexibilizaciones en las condiciones financieras de la economía. La transmisión de variaciones en la liquidez hacia las condiciones financieras ocurriría principalmente a través de su efecto sobre las primas de liquidez. Para explorar este mecanismo, a continuación, se analiza la relación entre la liquidez antes de operaciones, las tasas de interés preferenciales corporativas y sus spreads respecto a los rendimientos de Certificados de Depósitos del BCRP (CD BCRP) de similar plazo.

Liquidez antes de operaciones y tasas de interés bancarias

De acuerdo con la literatura, la disponibilidad de fondos líquidos de las empresas bancarias influye en las tasas de interés que ofertan a sus clientes a través de una prima de liquidez. En entornos de elevada (reducida) liquidez, la escasez relativa del recurso disminuye (incrementa) su valor. Así, a mayor (menor) disponibilidad de liquidez, es esperable observar una reducción (incremento) en esta prima y en las tasas de interés bancarias.

43 Para consultar el detalle metodológico, véase: Pérez Forero (2024). New Indicators for Measuring Financial Conditions in a Financially Dollarized Economy. Documento de Trabajo N° 2024-012. Banco Central de Reserva del Perú.

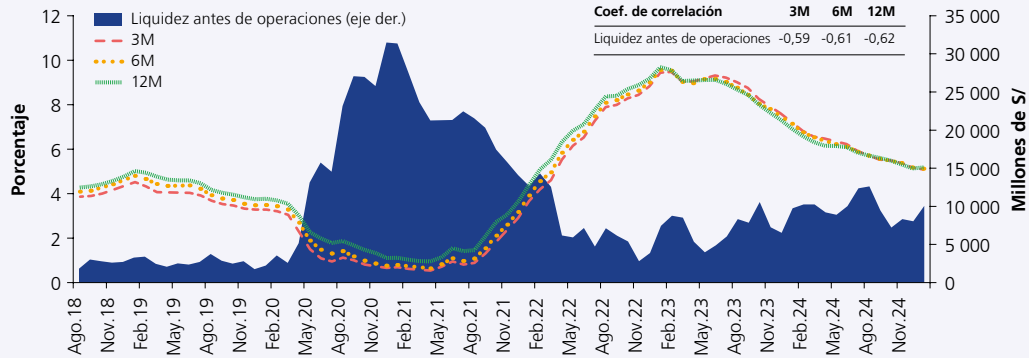
44 Una flexibilización de las condiciones financieras se refleja en una contracción del índice. Un endurecimiento, por el contrario, se refleja en un incremento del índice.





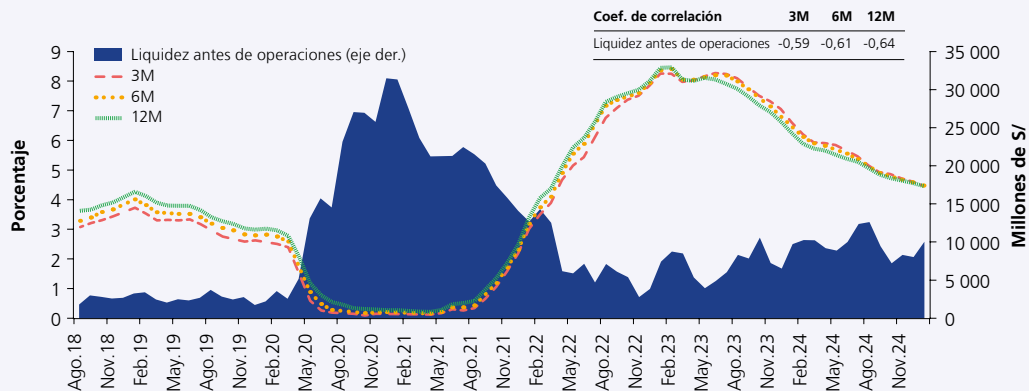
En el periodo entre agosto de 2018 y enero de 2025, se observa esta relación negativa entre la liquidez antes de operaciones y las tasas de interés preferenciales corporativas activas y pasivas. En periodos de elevada liquidez, las tasas de interés tienden a reducirse; mientras que, en periodos de reducida liquidez, estas tienden a incrementarse. Así, para operaciones a plazos entre 3 y 12 meses, las variables registran coeficientes de correlación en un rango entre -0,64 y -0,59.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA ACTIVA (Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA PASIVA (Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

La relación negativa entre la liquidez antes de operaciones y las tasas de interés preferenciales corporativas puede ser influenciada por otros factores, como el nivel y las expectativas de la tasa de interés de referencia o la evolución de las primas por riesgo. A continuación, con el objetivo de aislar la relación entre las variables de interés, se analiza el comportamiento de los *spreads* de las tasas de interés preferenciales corporativas respecto a una tasa libre de riesgo de similar plazo, como los rendimientos de CD BCRP de similar plazo⁴⁵.

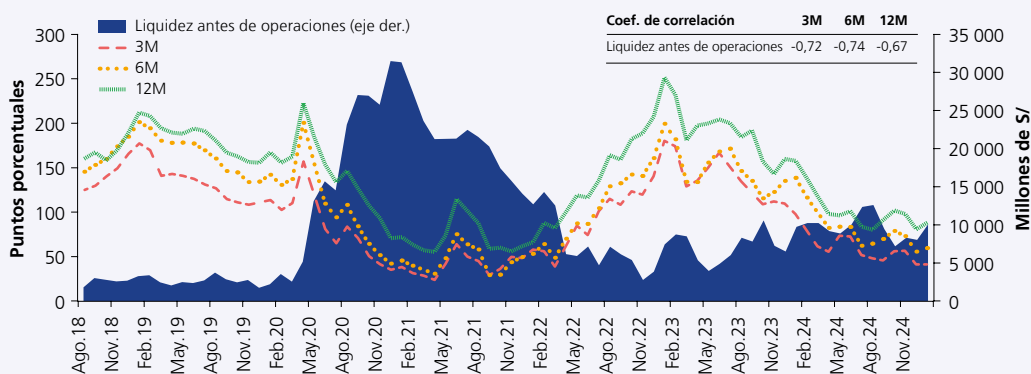
De manera similar, en el periodo entre agosto de 2018 y enero de 2025, se observa una relación negativa entre la liquidez y los *spreads*. Así, en periodos de elevada liquidez, las tasas de interés

45 Al incorporar información de los rendimientos de CD BCRP de similar plazo, se busca controlar por el nivel y las expectativas de la tasa de interés de referencia, así como por la existencia de primas por plazo. Adicionalmente, al utilizar tasas de interés preferenciales, otorgadas a los clientes corporativos de mayor calificación crediticia, se busca minimizar la incidencia de la evolución de las primas por riesgo.

preferenciales activas y pasivas tienden a reducirse en mayor magnitud que los rendimientos de los CD BCRP de similar plazo. En periodos de reducida liquidez, por el contrario, estas tasas tienden a incrementarse en mayor magnitud que los rendimientos de CD BCRP. Para operaciones a plazos entre 3 y 12 meses, las variables registran coeficientes de correlación en un rango entre -0,74 y -0,67. De esa manera, se observa que la relación negativa persiste al incorporar información sobre el rendimiento de activos libres de riesgo que interiorizan las expectativas sobre la tasa de interés de referencia.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y SPREADS ENTRE LA TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA ACTIVA Y EL RENDIMIENTO DE LOS CD BCRP

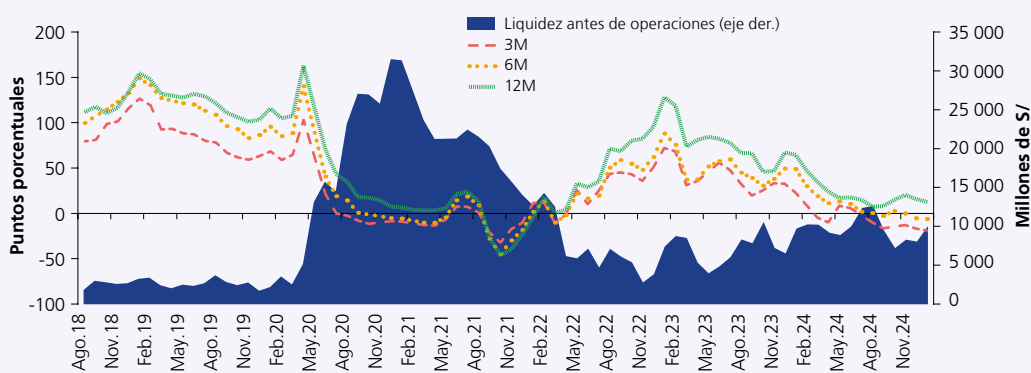
(Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES Y SPREADS ENTRE LA TASA DE INTERÉS PREFERENCIAL CORPORATIVA PASIVA Y EL RENDIMIENTO DE LOS CD BCRP

(Plazos entre 3 y 12 meses)



Fuente: BCRP.

Para cuantificar la magnitud de la relación, a continuación, se estima la reacción de los *spreads* ante un incremento en las variaciones de la liquidez antes de operaciones. Para ello, se estiman funciones impulso respuesta mediante *Local Projections*⁴⁶, con un esquema de identificación análogo a la descomposición de Cholesky en la literatura de Vectores Autorregresivos (VAR)⁴⁷.

Las estimaciones refuerzan la relación observada previamente: incrementos de la liquidez se asocian con reducciones significativas y persistentes en los *spreads* entre las tasas de interés preferenciales y los

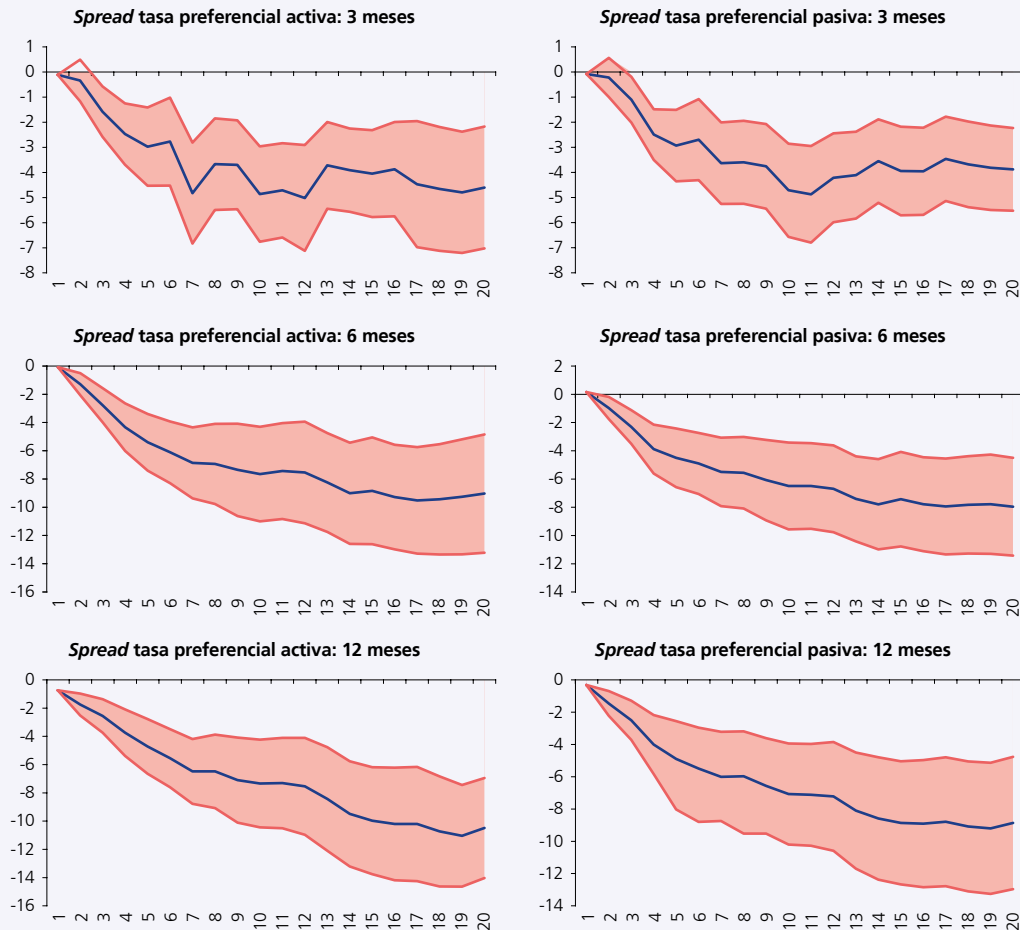
46 Jordà, Ò. (2005). Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review*, 95(1), 161-182.

47 Jordà, Ò. (2023). Local Projections for Applied Economics. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series.



rendimientos de los CD BCRP de similar plazo. Tras un incremento temporal de 1 desviación estándar en la variación de la liquidez⁴⁸, se registran contracciones máximas en un rango entre 5 y 11 puntos básicos en los *spreads*. Los efectos del choque tienden a intensificarse y persistir en el tiempo, alcanzando su máxima incidencia en un periodo entre 10 y 19 semanas tras el incremento inicial en la liquidez.

REACCIÓN DE LOS *SPREADS* ANTE UN CHOQUE EXÓGENO A LA LIQUIDEZ ANTES DE OPERACIONES (Plazos entre 3 y 12 meses)



Notas:

1. Se asume la ocurrencia de un choque exógeno temporal, con magnitud de 1 desviación estándar.
2. En la estimación, la liquidez antes de operaciones se define como el promedio móvil de la cuenta corriente agregada de las entidades bancarias previo a las operaciones monetarias del BCRP durante los últimos 20 días hábiles.
3. Para asegurar la estacionariedad de las variables y una correcta especificación del modelo, la medida de liquidez es introducida en primeras diferencias.
4. El eje horizontal se mide en semanas y el eje vertical en puntos básicos.
5. Intervalos de confianza al 95 por ciento.
6. Al plazo de 3 meses, la estimación se realiza con datos en frecuencia semanal para el periodo entre setiembre de 2008 y enero de 2025. A los plazos de 6 y 12 meses, la estimación se realiza con datos en frecuencia mensual para los periodos entre enero de 2018 y enero de 2025, y entre agosto de 2018 y enero de 2025, respectivamente.

Como conclusión, el análisis muestra que en periodos de elevada (reducida) liquidez, se tienden a observar menores (mayores) tasas de interés preferenciales corporativas, así como menores (mayores) *spreads* respecto al rendimiento de activos libres de riesgo, como los CD BCRP de similar plazo. Esta relación negativa refuerza la relevancia del manejo de liquidez que realiza el BCRP. Así, se observa que el manejo de liquidez sería relevante para fortalecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria hacia las condiciones financieras de la economía.

48 Para efectos de este análisis, la medida de liquidez antes de operaciones utilizada es una media móvil de los últimos 20 días hábiles. Dada su potencial no estacionariedad, la variable es introducida en el modelo en primeras diferencias.

Recuadro 6

EVOLUCIÓN DEL CIRCULANTE EN PERÚ: UNA COMPARACIÓN A NIVEL DE AMÉRICA LATINA

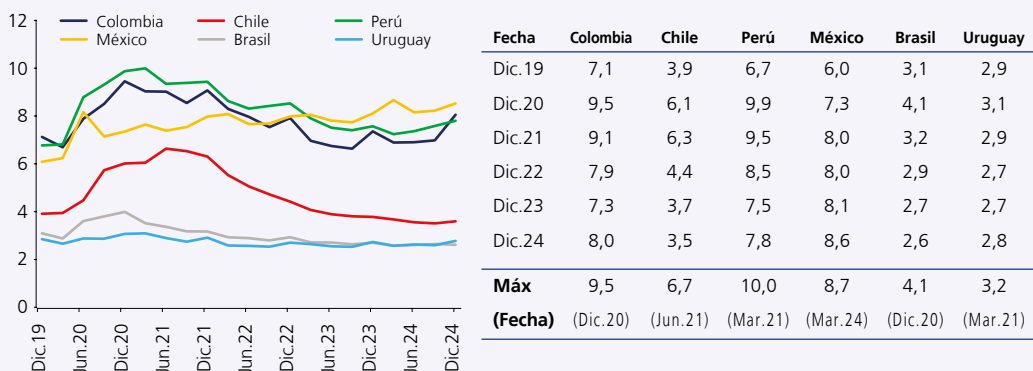
Este recuadro tiene como objetivo explicar la evolución comparada del circulante en los países de la región en los últimos años, y en particular, analizar la reciente aceleración de la demanda por circulante observada en el segundo semestre de 2024 en el caso peruano. Con la finalidad de entender la evolución reciente del efectivo, este recuadro analiza el comportamiento de la demanda de billetes y monedas en Perú entre 2020 y 2024, y lo compara con la evolución del circulante de una muestra de cinco países de América Latina.

Inicio de la pandemia y del crecimiento del circulante

En 2020, en el contexto de la pandemia generada por el Covid-19, se observó un incremento fuerte de la demanda por circulante, tanto en países desarrollados como en desarrollo. Este aumento de la demanda por billetes y monedas estuvo explicado por un mayor ahorro precautorio del público— ante un escenario de incertidumbre económica y sanitaria generada por el Covid-19 y las medidas de distanciamiento social implementadas para contenerlo—, el cual contrarrestó el efecto de la sustitución del circulante por medio de pagos digitales para realizar transacciones, que también creció fuertemente durante este periodo en los países analizados.

En todos los países, en 2020, a partir de marzo y abril, se registró un incremento de la demanda por billetes y monedas. A pesar de que este crecimiento fue generalizado, la magnitud del incremento varió entre las economías de la región, destacando un mayor crecimiento del circulante en Chile y Perú. Así, entre 2019 y 2020, el circulante como porcentaje del PBI se incrementó en todos los países, vinculado a la mayor demanda precautoria. En Chile y Perú el ratio creció en 1,6 y 1,5 veces, mientras que en México y Uruguay su crecimiento fue mucho más modesto, 1,2 y 1,1 veces, respectivamente. Asimismo, con respecto al crecimiento interanual del circulante, a diciembre de 2020, en Chile y Perú el circulante creció 54,0 y 30,6 puntos porcentuales por encima del promedio para 2015-2019. Mientras que, en México y Uruguay, el crecimiento del circulante fue mucho más moderado (10,5 y 6,1 puntos porcentuales por encima de la tasa de crecimiento promedio prepandemia). Si bien el nivel de circulante se ha venido normalizando en los últimos años luego de la pandemia del Covid-19, en varios países (por ejemplo, Colombia, México o Perú) este todavía supera los niveles en porcentaje del PBI registrados al cierre de 2019.

CIRCULANTE SOBRE PBI*
(En porcentaje)

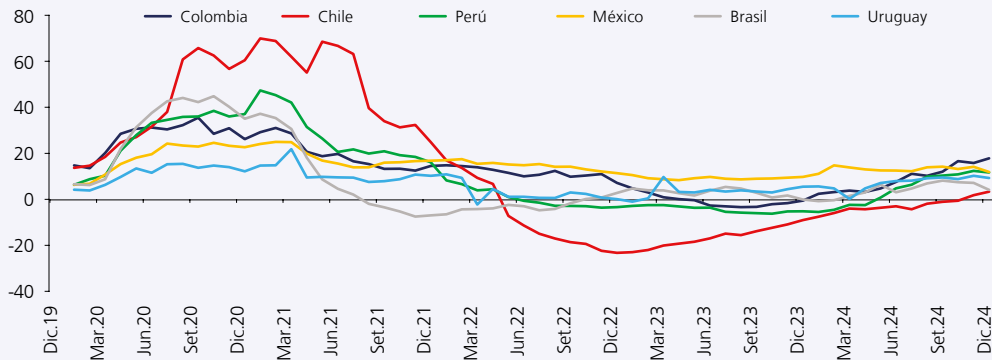


* Se considera el circulante al fin de periodo. Para estimar el PBI del cuarto trimestre de Colombia, Chile, México y Uruguay, se utilizó la tasa de crecimiento trimestral registrada en el mismo periodo de 2023.
Fuente: Bancos centrales.



TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL DEL CIRCULANTE*

(En porcentaje)



* Se considera el circulante al fin de periodo.
Fuente: Bancos centrales.

TASAS DE CRECIMIENTO INTERANUAL DE BILLETES POR DENOMINACIÓN*

(En porcentaje)

Fecha	Colombia			Chile			Perú			México			Brasil			Uruguay		
	AD	BD	Total	AD	BD	Total	AD	BD	Total	AD	BD	Total	AD	BD	Total	AD	BD	Total
Mar.20	n.d.	n.d.	20,2	21,1	13,3	18,4	11,4	9,2	10,1	11,9	13,1	10,5	17,3	2,7	8,6	4,9	-4,0	6,2
Abr.20	n.d.	n.d.	28,8	22,9	12,7	24,7	20,9	21,7	21,1	15,2	11,8	15,3	29,4	19,1	22,0	5,7	-5,2	9,7
Dic.20	22,3	8,3	26,4	36,8	66,7	60,8	32,9	40,9	37,3	25,9	9,4	23,0	44,4	20,8	35,3	10,2	10,9	12,3
Dic.21	13,2	-8,5	14,5	29,6	0,2	24,9	13,9	11,1	16,0	17,8	8,1	16,8	-0,1	-19,2	-7,4	10,1	8,7	10,3
Dic.22	7,7	7,1	7,0	-20,3	-17,1	-23,7	-3,0	-6,2	-3,8	9,9	6,5	11,1	5,0	-5,2	2,5	-1,5	-5,0	-0,3
Dic.23	-1,1	8,9	-0,9	-9,3	-4,5	-9,3	-3,6	-7,3	-5,6	11,0	6,1	9,5	3,4	-6,6	-0,4	5,4	5,1	5,3
Dic.24	16,5	5,6	17,8	1,0	-2,3	3,1	11,4	5,4	11,5	11,9	5,7	11,7	7,7	-2,2	3,8	9,4	-8,1	9,3
Acum. (20-24)	71,8	22,0	80,7	29,4	29,2	43,3	57,6	43,5	61,3	102,5	41,2	95,4	68,6	-15,4	32,8	37,8	10,7	42,0
Promedio (15-19)	10,5	2,5	11,0	7,8	1,4	6,7	6,6	6,3	6,7	14,3	6,0	12,6	11,9	0,4	5,6	n.d.	n.d.	6,2

* La definición de billetes de alta denominación es la siguiente: a) Colombia y Chile (10 000 pesos a más), b) México y Uruguay (500 pesos a más), c) Perú y Brasil (100 soles y reales a más).
El promedio corresponde al periodo 2015-2019 y el acumulado al periodo 2020-2024.
AD: Billetes de Alta denominación, BD: Billetes de Baja denominación, Total: Billetes y monedas en poder del público, n.d.: no disponible.
Fuente: Bancos centrales.

Por denominación de los billetes en circulación, en el cuadro anterior se aprecia que, en el mes o meses iniciales del periodo de la pandemia, la tasa de crecimiento de los billetes de alta denominación (vinculados a la demanda de dinero como reserva de valor) fue mayor que los de baja denominación (relacionados con la demanda transaccional). Esto es consistente con mayor demanda por motivo precaución y no necesariamente reflejaría una mayor demanda transaccional.

Luego de la reanudación de actividades productivas que siguieron al término del confinamiento por el Covid-19, el crecimiento del circulante estuvo por encima de su tendencia prepandemia, evolución consistente con la recuperación de la actividad económica. Si bien en 2020, en la muestra de seis países analizados, el PBI se ubicó en promedio 6 puntos porcentuales por debajo del nivel de actividad de 2019; al cierre de 2021, en promedio, el PBI ya se ubicaba 1 punto porcentual por encima del nivel de 2019.

Desaceleración y posterior recuperación del circulante

En 2021, el circulante continuó creciendo en todos los países, con excepción de Brasil, aunque a un ritmo más moderado que el observado en 2020. En los seis países analizados, la tasa de crecimiento interanual del circulante se encontró en promedio 4,4 puntos porcentuales por encima de la tasa de

crecimiento promedio del periodo prepandemia. Por ello, en todas las economías el ratio de circulante sobre PBI alcanzó máximos históricos entre fines de 2020 y el primer semestre de 2021⁴⁹.

Durante 2022 y 2023, la demanda por billetes y monedas experimentó un proceso de reversión en Perú y Chile; mientras que en Colombia, Brasil, Uruguay y México el circulante continuó incrementándose, pero a un ritmo menor al del periodo prepandemia. Con respecto a Perú y Chile, el circulante presentó una variación interanual negativa promedio de 4,7 y 16,5 por ciento, respectivamente. Con relación al segundo grupo de países, en 2022 y 2023, presentaron en conjunto una tasa de crecimiento promedio de 3,8 y 5,5 por ciento por debajo del promedio prepandemia.

Situación actual del circulante

En 2024 se observó por primera vez desde 2020 un crecimiento nominal del circulante en todos los países de la región analizados, presentando una tasa de expansión promedio de 9,6 por ciento (1,4 puntos porcentuales por encima del periodo prepandemia). Sin embargo, el crecimiento del circulante fue significativamente menor en Chile y Brasil que en el resto de las economías de la región. Asimismo, a diciembre de 2024, el circulante medido en términos del PBI ha regresado a niveles inferiores a diciembre de 2019 para Chile, Brasil y Uruguay; mientras que, en Colombia, Perú y México, el ratio se encuentra por encima de sus niveles prepandemia. Los factores detrás de esta normalización del circulante serían (i) el menor crecimiento de las economías respecto al periodo de 2021 y 2022, (ii) la fase terminal del ciclo de reducción de las tasas de política monetaria, y (iii) la menor demanda transaccional reflejo del mayor uso de instrumentos de pagos digitales.

En conclusión, la dinámica del circulante en el Perú entre 2020 y 2024 ha sido similar al de otras economías de la región. En ese sentido, se observa un fuerte crecimiento del circulante en 2020 y 2021, que luego es seguido de un retorno del circulante en 2022 y 2023 y una posterior recuperación en 2024. En el último año, el circulante en el Perú creció 11,5 por ciento, por encima de su tasa de crecimiento promedio prepandemia (6,7 por ciento).

49 La única excepción es México, cuyo circulante ha presentado una tendencia positiva en todo el periodo de análisis (2020-2024). Así, el máximo ratio del circulante sobre PBI se alcanzó en 2024.



VI. Inflación y balance de riesgos de la inflación

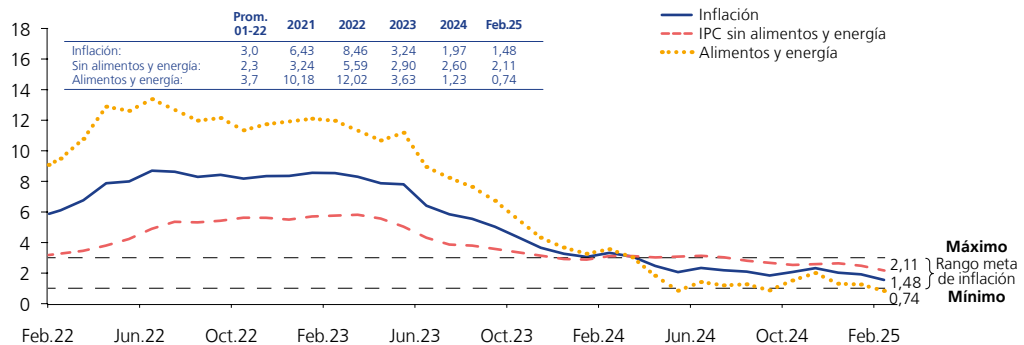
Evolución reciente

90. La **inflación** interanual continuó disminuyendo, pasando de 2,27 por ciento en noviembre de 2024 a 1,48 por ciento en febrero de 2025, dentro del rango meta. A este resultado contribuyó el menor precio de algunos alimentos como el pescado, carne de pollo, huevos y papa.

La inflación sin alimentos y energía (SAE) interanual disminuyó de 2,56 a 2,11 por ciento en el mismo periodo, observándose un menor ritmo de incremento en rubros como transporte local, suministro de agua y vehículos a motor. La tasa de inflación tanto de los bienes como de los servicios incluidos en la SAE se ubicaron dentro del rango meta.

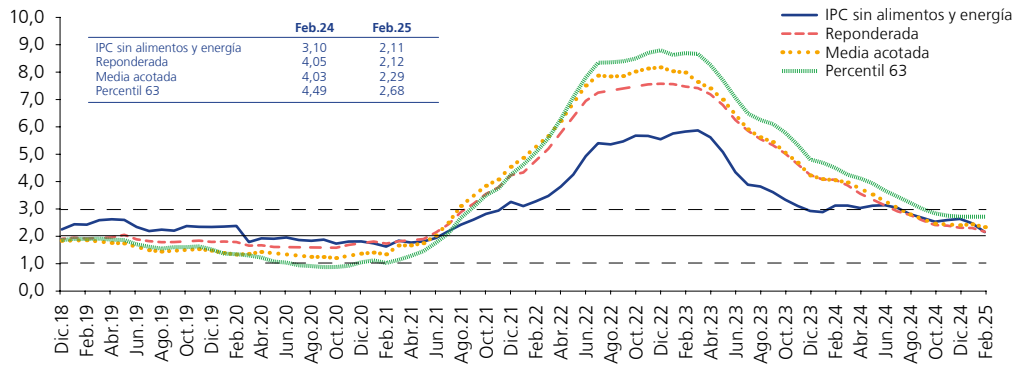
Los diferentes indicadores tendenciales de inflación también mostraron una tendencia interanual decreciente entre noviembre de 2024 y febrero de 2025, con excepción de la media acotada que se incrementó en enero de 2025.

Gráfico 91
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)



Fuente: BCRP.

Gráfico 92
INDICADORES TENDENCIALES DE INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos 12 meses)

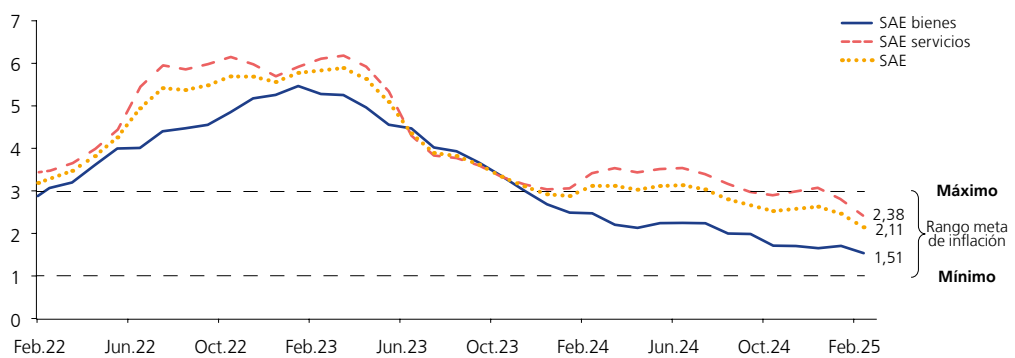


Nota:

- 1. IPC sin alimentos y energía:** IPC excluyendo alimentos, combustibles y electricidad.
- 2. 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.
- 3. Media acotada:** Promedio ponderado de las variaciones porcentuales de precios ubicadas entre los percentiles 34 y 84.
- 4. Percentil 63:** Corresponde a la variación porcentual del rubro ubicado en el percentil 63.

91. La inflación sin alimentos y energía (SAE) interanual registró una tendencia decreciente entre enero y febrero de 2025, presentando su menor tasa desde julio de 2021. En el componente de bienes de la SAE se observa la menor tasa desde marzo de 2021 y en el componente servicios de la SAE, desde agosto de 2021. La inflación SAE y de sus componentes tanto de bienes como de servicios se encuentran dentro del rango meta.

Gráfico 93
INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA
(Variación porcentual últimos 12 meses)



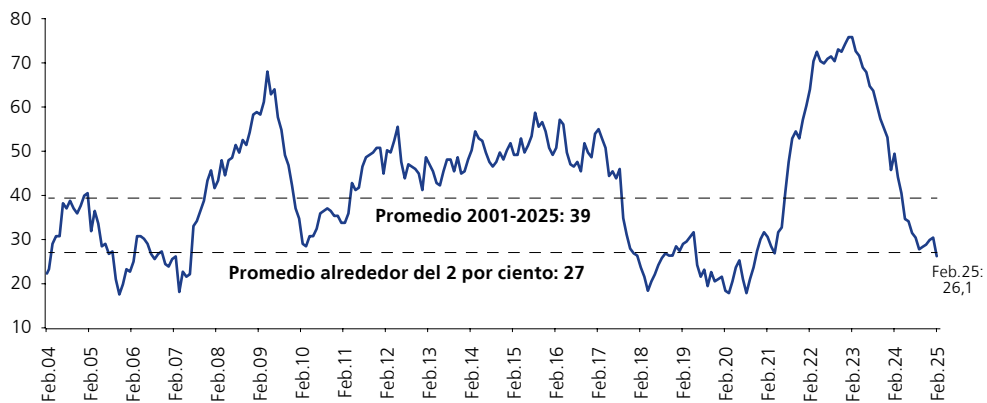


Cuadro 40
INFLACIÓN SERVICIOS
(Variación porcentual 12 meses)

	Peso	Dic.20	Dic.21	Dic.22	Dic.23	Ene.24	Abr.24	Jun.24	Dic.24	Ene.25	Feb.25
Servicios	37,89	1,91	3,61	5,72	3,01	3,04	3,42	3,52	3,05	2,78	2,38
Educación	8,61	1,98	1,60	3,92	6,40	6,40	5,37	5,38	5,09	5,14	5,23
del cual:											
Primaria	1,55	2,03	1,64	3,60	10,39	10,39	6,31	6,31	6,31	6,31	6,14
Secundaria	1,26	2,03	1,64	3,83	10,74	10,74	6,42	6,42	6,42	6,42	6,40
Superior	4,26	2,03	1,64	4,09	3,86	3,86	5,04	4,69	3,96	3,96	4,18
Post secundaria, no terciaria	0,51	2,03	1,64	6,34	4,03	4,03	3,17	5,03	3,72	4,60	4,88
Transporte	9,14	2,47	3,69	12,30	2,89	3,39	4,50	4,81	3,83	2,56	2,41
del cual:											
Terrestre nacional	0,27	2,15	19,57	5,78	-5,23	2,09	-10,25	-0,26	12,35	1,38	1,57
Local	8,08	2,49	2,97	13,50	3,51	3,70	5,01	4,93	3,62	2,81	2,44
Aéreo nacional	0,24	-3,32	45,44	-21,34	24,20	25,28	6,59	9,64	6,81	-4,68	7,87
Aéreo internacional	0,55	-3,32	45,44	12,13	-9,05	-6,72	2,12	3,48	2,09	1,42	0,34
Salud	1,48	1,20	2,82	7,30	3,28	3,09	3,22	2,68	1,59	1,47	1,01
Otros servicios	5,03	2,94	8,92	3,89	3,23	2,99	2,76	2,75	2,43	2,49	2,35
del cual:											
Servicios culturales	1,13	6,90	6,53	5,47	5,57	5,22	5,03	4,78	3,24	3,31	3,33
Otros servicios personales	3,37	0,99	2,50	2,55	2,39	2,44	2,29	2,04	1,79	1,87	2,04
Servicios públicos	5,81	1,10	5,20	3,61	0,71	0,25	2,18	2,18	2,02	2,23	0,18
del cual:											
Agua	1,37	3,03	11,57	7,90	1,32	0,00	7,48	7,48	7,48	8,34	0,80
Alquileres	4,45	0,50	1,76	2,38	-0,19	-0,19	0,28	0,88	0,57	0,62	0,18

92. De 188 rubros en el Índice de Precios del Consumidor el 26 por ciento registró una variación interanual mayor al 3 por ciento. Este indicador alcanzó un pico de 76 por ciento en febrero de 2023 y ha venido disminuyendo a partir de marzo de 2024.

Gráfico 94
PORCENTAJE DE RUBROS DEL IPC CON VARIACIÓN INTERANUAL DE PRECIOS MAYOR A 3 POR CIENTO



	Feb.24	Mar.24	Abr.24	May.24	Jun.24	Jul.24	Ago.24	Set.24	Oct.24	Nov.24	Dic.24	Ene.25	Feb.25
Índice	49	44	40	35	34	31	30	28	28	29	30	30	26
Número de rubros:													
Rubros con variación mayor a 3%	93	83	76	65	64	59	57	52	53	54	56	57	49
Rubros con variación menor a 3%	95	105	112	123	124	129	131	136	135	134	132	131	139

Nota: La inflación promedio anual correspondiente al período del índice de dispersión promedio de largo plazo es 2,94 por ciento.

93. Los rubros más ligados al tipo de cambio, las cotizaciones internacionales y los contratos vinculados al Índice de Precios al por Mayor (IPM) contribuyeron con -0,30 puntos porcentuales a la inflación acumulada entre enero y febrero (0,09 por ciento).

Cuadro 41
RUBROS VINCULADOS AL TIPO DE CAMBIO, COTIZACIONES INTERNACIONALES E IPM

	Peso Base Dic.21	Var.% 12 m Dic.22	Contr. Pond. Dic.23	Var.% 12 m Dic.23	Contr. Pond. Dic.24	Var.% 12 m Dic.24	Contr. Pond. Ene.-Feb.25	Var.% acum. Ene.-Feb.25	Contr. Pond.
IPC	100,00	8,46	8,46	3,24	3,24	1,97	1,97	0,09	0,09
Rubros vinculados al tipo de cambio	14,58	5,19	0,76	1,92	0,27	1,59	0,22	0,07	0,01
Rubros vinculados a cotizaciones internacionales y tipo de cambio	7,99	11,40	0,91	1,44	0,12	-1,53	-0,12	-3,56	-0,28
Vinculados a commodities de alimentos	5,84	15,21	0,89	3,96	0,25	-2,94	-0,18	-5,02	-0,30
Combustibles	2,15	1,05	0,02	-6,36	-0,13	3,32	0,06	1,19	0,02
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	-1,39	-0,03
Total rubros vinculados a tipo de cambio, IPM y cotizaciones	26,56	7,82	2,08	0,82	0,22	0,71	0,18	-1,13	-0,30
Resto	73,44	8,69	6,38	4,10	3,02	2,40	1,78	0,51	0,39

La inflación acumulada en el período enero-febrero 2025 fue 0,09 por ciento. El precio de los bienes se incrementó en 0,3 por ciento, con una contribución de 0,05 puntos porcentuales. Los precios de los servicios se redujeron en -0,1 por ciento, registrando una contribución de -0,03 puntos porcentuales a la inflación. La mayor disminución de precios dentro del rubro de servicios se registró en transporte (-1,2 por ciento), lo cual fue compensado por las alzas en educación (0,4 por ciento), salud (0,1 por ciento) y agua (0,8 por ciento).

Cuadro 42
INFLACIÓN
(Variación porcentual últimos doce meses)

	Peso	Dic. 21	Dic. 22	Dic. 23	Dic. 24	2025	
						Feb.25/Dic.24*	Feb.25/Feb.24
IPC	100,0	6,43	8,46	3,24	1,97	0,09	1,48
1. IPC sin alimentos y energía	55,3	3,24	5,59	2,90	2,60	0,04	2,11
a. Bienes	17,4	2,6	5,3	2,7	1,6	0,3	1,5
b. Servicios	37,9	3,6	5,7	3,0	3,0	-0,1	2,4
Educación	8,6	1,6	3,9	6,4	5,1	0,4	5,2
Salud	1,5	2,8	7,3	3,3	1,6	0,1	1,0
Transporte	9,1	3,7	12,3	2,9	3,8	-1,2	2,4
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	0,3	1,1
2. Alimentos y energía	44,7	10,18	12,02	3,63	1,23	0,16	0,74
a. Alimentos y bebidas	40,0	8,0	12,6	4,8	1,2	0,2	0,6
Alimentos dentro del hogar	24,5	9,8	14,5	3,7	0,2	-0,1	-0,9
Comidas fuera del hogar	15,5	4,5	9,7	6,6	2,9	0,7	3,0
b. Combustibles y electricidad	4,8	24,4	6,8	-6,8	1,0	-0,3	2,1
Combustibles	2,1	47,2	1,0	-6,4	3,3	1,2	6,1
Electricidad	2,6	9,5	11,5	-7,1	-0,7	-1,4	-1,0

* Variación porcentual acumulada.

En lo que se refiere al precio de los alimentos, el rubro de alimentos dentro del hogar se redujo en 0,1 por ciento, con una contribución de -0,03 punto porcentuales. El precio





de las comidas fuera del hogar se incrementó en 0,7 por ciento, contribuyendo en 0,12 puntos porcentuales. El precio de los combustibles se incrementó en 1,2 por ciento (0,02 puntos porcentuales). Por su parte, las tarifas de electricidad disminuyeron 1,4 por ciento (-0,03 puntos porcentuales a la inflación).

94. Los rubros con mayor contribución positiva a la inflación en el periodo enero-febrero 2025 fueron comidas fuera del hogar, otras frutas frescas, papaya, educación y hojas o tallos (0,33 puntos porcentuales a la inflación). Los rubros con mayor contribución negativa durante el mismo periodo fueron carne de pollo, transporte local, terrestre nacional y electricidad (-0,44 puntos porcentuales a la inflación).

Cuadro 43
CONTRIBUCIÓN PONDERADA A LA INFLACIÓN: FEBRERO 2025

Positiva	Peso	Var.%	Contribución	Negativa	Peso	Var.%	Contribución
Comidas fuera del hogar	15,5	0,7	0,12	Carne de pollo	2,7	-12,3	-0,32
Otras frutas frescas	0,6	12,4	0,08	Transporte local	8,1	-0,6	-0,05
Papaya	0,2	31,3	0,06	Transporte terrestre nacional	0,3	-14,6	-0,04
Educación	8,6	0,4	0,04	Electricidad	2,6	-1,4	-0,03
Hojas o tallos	0,2	18,9	0,03	Hierbas culinarias	0,1	-21,1	-0,02
Ají entero	0,1	54,2	0,03	Transporte aéreo nacional	0,2	-9,2	-0,02
Naranja de jugo	0,1	31,4	0,02	Uva	0,1	-17,2	-0,02
Otros tubérculos	0,1	20,7	0,02	Transporte aéreo internacional	0,5	-2,7	-0,01
Arroz	1,2	1,3	0,02	Maracuyá	0,1	-14,3	-0,01
Productos para el cuidado personal	4,0	0,4	0,01	Choclo	0,1	-10,1	-0,01
Total			0,43	Total			-0,54

Alimentos

El rubro **“comida fuera del hogar”** aumentó su precio en 0,7 por ciento, tasa mayor al índice general de precios (0,09 por ciento) y a los **“alimentos dentro del hogar”** (-0,13 por ciento). El precio del menú en restaurante, principal componente de este rubro aumentó 0,7 por ciento ante la mayor demanda por este servicio y el aumento de los costos, principalmente el de la remuneración mínima vital (RMV) y la energía (alza del precio del balón de gas).

Las alteraciones climáticas, como las lluvias en la selva central, afectaron las cosechas y la comercialización de productos como la granadilla (43,0 por ciento) que registró la mayor alza en el rubro **“otras frutas frescas”**. Asimismo, las lluvias en la selva nororiental dificultaron el transporte de papaya (31,3 por ciento), a lo que se sumó la mayor demanda estacional. Los precios del apio (52,2 por ciento), producto incluido en el rubro **“hojas o tallos”**, y del ají pimiento aumentaron ante un menor abastecimiento procedente de los valles de Lima; la calidad y rendimiento se alteraron por el incremento de la temperatura.

El precio del pollo disminuyó 12,3 por ciento, registrando la mayor rebaja en enero (-8,9 por ciento) ante una menor demanda luego de las celebraciones de fin de año. En el resultado también influyó el mayor abastecimiento de pescado, principalmente de bonito y jurel.

Servicios

Las tarifas de transporte, tanto local (-0,6 por ciento) como terrestre nacional (-14,6 por ciento) disminuyeron reflejando principalmente la reversión estacional de las alzas luego de las fiestas de fin de año. En el caso del transporte aéreo nacional, si bien en el promedio del período enero-febrero se registró una variación negativa (-9,2 por ciento) por la reversión mencionada, en febrero subieron 15,8 por ciento. Ello ante el aumento de la demanda debido a las lluvias y huaicos que dificultaron los viajes por tierra, en el contexto de una menor oferta de pasajes aéreos por la cancelación de vuelos.

Energía

La tarifa eléctrica disminuyó en febrero (-1,4 por ciento) como resultado de la actualización del precio a nivel de generación (liquidación trimestral del mecanismo de compensación entre usuarios regulados, Resolución 010-2025-OS/CD) y del reajuste de la actualización del Factor de Recargo del Fondo de Compensación Social Eléctrica (FOSE) aplicable al período comprendido entre el 4 de febrero al 30 de abril de 2025. El factor de recargo pasó de 1,032 en el período comprendido entre el 1 de noviembre 2024 al 3 de febrero 2025 a 1,028. Mediante el FOSE se busca asegurar el servicio eléctrico a los usuarios residenciales cuyos consumos mensuales sean menores o iguales a 140 kWh.

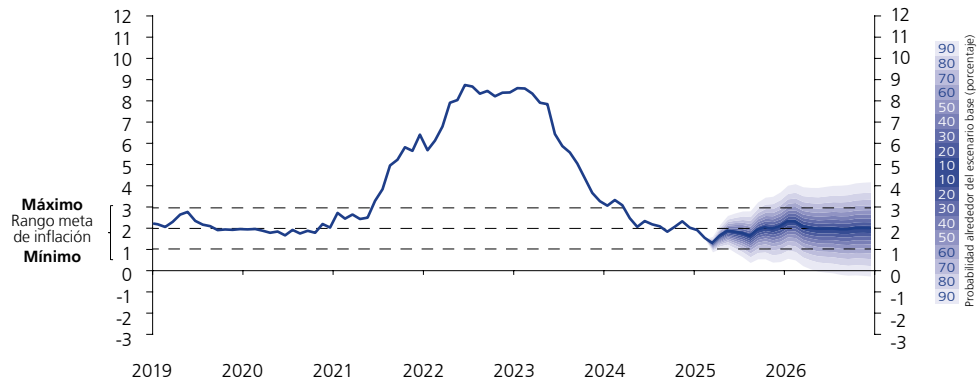
Proyecciones

95. 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 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 modelos macroeconómicos dinámicos 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 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.



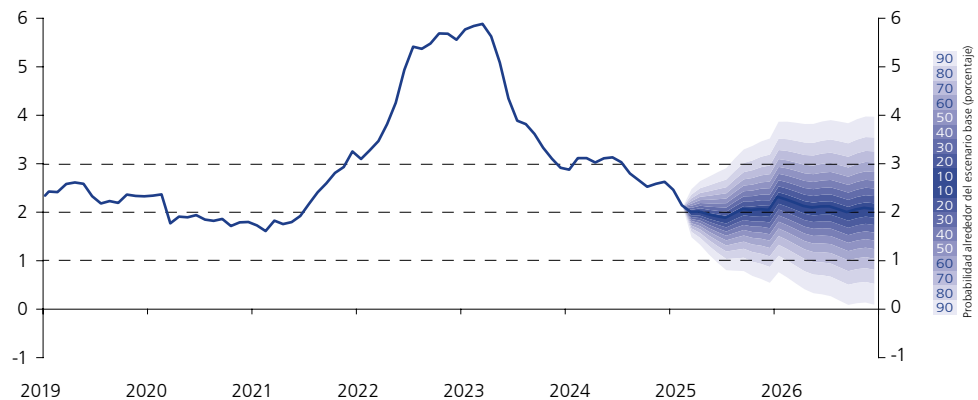
Gráfico 95
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN: 2025-2026
 (Variación porcentual últimos 12 meses)



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 por ciento 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 espera que la inflación se ubique cerca al centro del rango meta en el horizonte de proyección, con una tasa de 2,0 por ciento para 2025 y 2026; similar a lo esperado en el Reporte de Inflación de diciembre.

Gráfico 96
PROYECCIÓN DE INFLACIÓN SIN ALIMENTOS Y ENERGÍA (SAE): 2025-2026
 (Variación porcentual últimos 12 meses)

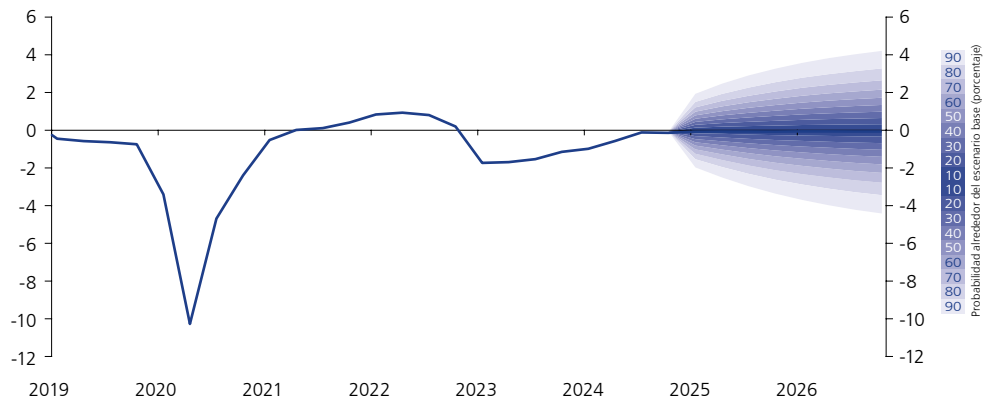


Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección de la inflación sin alimentos y energía (SAE) a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10 por ciento 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.

96. La confianza empresarial, que experimentó un proceso de recuperación en 2024 tras tres años en terreno negativo, continúa aumentando a inicios de 2025. Por otro lado, se espera que los términos de intercambio se mantengan en niveles altamente favorables. Con ello se espera que la brecha del producto se haya cerrado a comienzos de 2025.

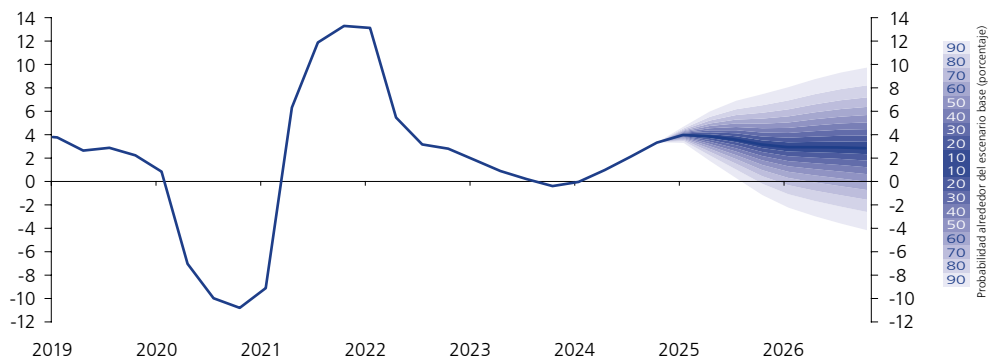
Gráfico 97
PROYECCIÓN DE LA BRECHA DEL PRODUCTO: 2025-2026
 (Porcentaje del producto potencial, promedio trimestral)



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 por ciento 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.

97. 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 2025-2026.

Gráfico 98
PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO DEL PBI: 2025-2026
 (Variación porcentual promedio móvil 4 trimestres)

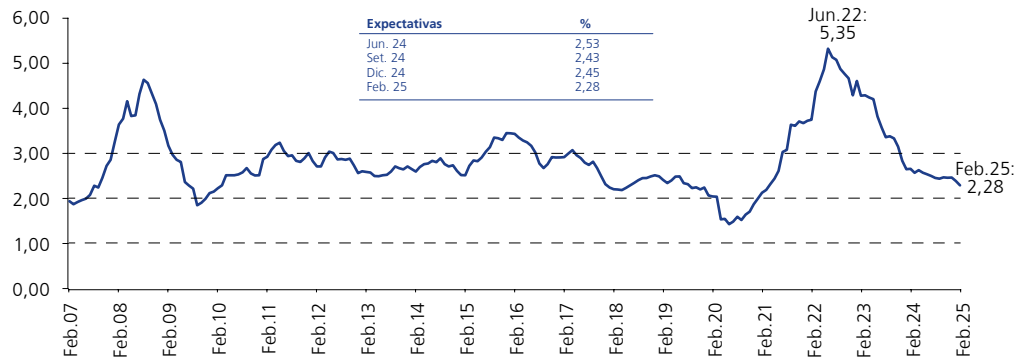


Nota: Este *fan chart* (gráfico de abanico) presenta la distribución de los posibles valores de la proyección del crecimiento del PBI a lo largo del horizonte de proyección. Su línea central es la moda de la distribución y muestra la proyección del escenario base presentado en este Reporte de Inflación. Cada par de bandas del abanico (cada tono o sombreado) acumula un 10 por ciento 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.

98. 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 inferior al Reporte de Inflación de diciembre. Para 2025 entre 2,2 y 2,5 por ciento, y para 2026 entre 2,4 y 2,5 por ciento. Asimismo, las expectativas de inflación a 12 meses se ubicaron en 2,3 por ciento en febrero de 2025, cerca del centro del rango meta de inflación.



Gráfico 99
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 12 MESES
 (En porcentaje)



Fuente: BCRP.

Cuadro 44
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN
 (En porcentaje)

	RI Set.24	RI Dic.24	RI Mar.25
Sistema Financiero			
2025	2,40	2,40	2,30
2026		2,50	2,40
Analistas Económicos			
2025	2,45	2,50	2,20
2026		2,50	2,40
Empresas No Financieras			
2025	3,00	2,60	2,50
2026		2,80	2,50

* Encuesta realizada al 28 de febrero.
 Fuente: BCRP.

99. 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 aumenten 0,6 por ciento en 2025 y 1,5 por ciento en 2026, principalmente por el incremento en los precios de algunas materias primas como el maíz y el trigo. Por su parte, las encuestas de tipo de cambio esperado al mes de febrero muestran niveles de S/ 3,75 por dólar para 2025; y entre S/ 3,77 y S/ 3,80 por dólar para 2026.

Cuadro 45
ENCUESTA DE EXPECTATIVAS DE TIPO DE CAMBIO
 (En soles por dólar)

	RI Set.24	RI Dic.24	RI Mar.25
Sistema Financiero			
2025	3,76	3,80	3,75
2026		3,80	3,77
Analistas Económicos			
2025	3,80	3,80	3,75
2026		3,80	3,80
Empresas No Financieras			
2025	3,80	3,80	3,75
2026		3,80	3,80

* Encuesta realizada al 28 de febrero.
 Fuente: BCRP.

Se prevé que los efectos mencionados líneas arriba contribuyan a que la inflación continúe disminuyendo hacia el valor medio del rango meta (2,0 por ciento) en el horizonte de proyección.

Balance de riesgos de la proyección de la inflación

Respecto al último Reporte de diciembre se mantiene el sesgo neutral en la proyección de la inflación. El impacto esperado de los factores de riesgos que llevarían a una mayor inflación se compensaría con el impacto esperado de aquellos factores que producirían una menor inflación.

- **Choques de oferta**

Se mantiene la alta incertidumbre sobre el impacto de las medidas de políticas comerciales por parte de los Estados Unidos y la consecuente retaliación de las economías afectadas, así como los riesgos derivados del escalamiento de las tensiones geopolíticas. Estos eventos, sumados a la posibilidad de fenómenos naturales de relativa intensidad, podrían afectar el desarrollo de algunas actividades económicas, cadena de suministros y el traslado de bienes perecibles tanto en los mercados internos como externos; incrementándose los costos de transportes y los precios de los insumos, y de los bienes de consumo y de capital.

El impacto de la materialización parcial de estos eventos podría contrarrestarse por una probable mayor reversión de los choques que afectaron a los rubros de alimentos y energía en la canasta del consumidor, manteniéndose el balance neutral de este riesgo similar a lo indicado en el Reporte de Inflación previo.

- **Choques financieros**

En el plano externo, un incremento en la volatilidad de los mercados financieros internacionales podría generar episodios de salida de capitales tanto en economías avanzadas como emergentes, en la medida que los inversionistas busquen recomponer sus portafolios hacia activos más seguros en función de sus nuevas percepciones de rentabilidad y riesgo. Esta mayor volatilidad estaría asociada a: (i) la elevada y persistente incertidumbre sobre el impacto de las medidas económicas que aplicaría la nueva administración en los Estados Unidos, (ii) la prolongada incertidumbre sobre el ritmo de reducción de las tasas de interés de la política monetaria en economías desarrolladas y la consecuente respuesta de los mercados financieros internacionales, (iii) los altos niveles de endeudamiento en muchas economías del mundo a lo que se le suma la dificultad de realizar medidas de consolidación fiscal y de gestión de deuda pública, y (iv) una mayor aversión global al riesgo por el posible agravamiento de las tensiones geopolíticas. En el plano interno, el tránsito por un periodo electoral con posibilidad de aumento de la incertidumbre política y social podrían incrementar el riesgo país; y así amplificar o gatillar una eventual salida de capitales. Ambos 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 diciembre.

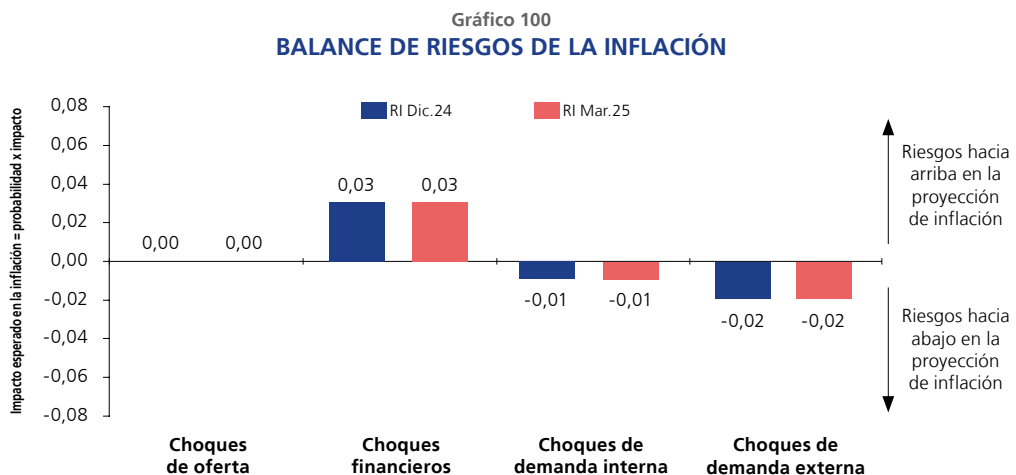


- **Choques de demanda interna**

El inicio de un nuevo proceso electoral en 2026 trae consigo una mayor incertidumbre a nivel doméstico, la misma que podría exacerbarse si este proceso se produjera en un contexto de inestabilidad política y conflictividad social; deteriorando las perspectivas de 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. 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 podría generarse por el riesgo elevado de un escalamiento de medidas comerciales proteccionistas entre las principales economías del mundo y el agravamiento de las tensiones geopolíticas, que generarían nuevas disrupciones en las cadenas globales de suministros y mayores costos logísticos asociados al comercio internacional. Asimismo, subsiste el riesgo de un menor crecimiento de China, de mayores costos de financiamiento en los mercados internacionales, de un mayor impacto de la inflación sobre el consumo a nivel global, sobre el ritmo de reducción de las tasas de interés de la política monetaria en economías desarrolladas, y de 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.

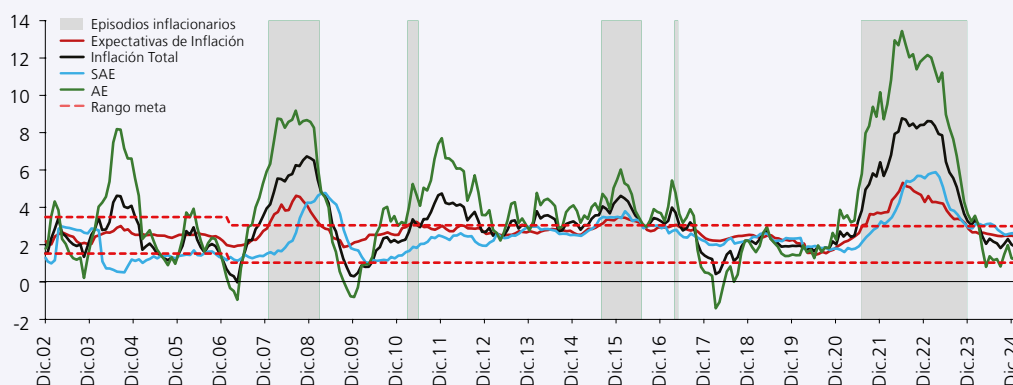


Fuente: BCRP.

Recuadro 7 PROCESO DE CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

Desde mediados de 2021 hasta finales de 2023, la mayoría de las economías experimentaron un proceso inflacionario casi sincronizado, y Perú no fue la excepción. El país registró un incremento de la inflación y de sus expectativas por encima del rango meta de inflación. Ello constituyó el quinto episodio inflacionario desde que el BCRP adoptó el esquema de Metas Explícitas de Inflación (MEI)⁵⁰. En el caso peruano, el aumento de la inflación fue consecuencia de la acumulación de diversos factores externos, incluyendo la interrupción de las cadenas de suministro global durante la pandemia, y el incremento en los precios de los *commodities* de alimentos y energía, que siguieron a la invasión de Ucrania. En respuesta, los bancos centrales implementaron aumentos progresivos en sus tasas de interés, en un esfuerzo frontal para contener el incremento de la inflación y lograr su retorno a sus niveles meta. Este recuadro resume el progreso logrado en el proceso de reversión de este reciente proceso inflacionario.

EPISODIOS INFLACIONARIOS DESDE LA ADOPCIÓN DEL ESQUEMA DE METAS EXPLÍCITAS DE INFLACIÓN



En diversos recuadros del Reporte de Inflación, se define un episodio inflacionario como aquellos periodos en los que las expectativas de inflación superan el límite superior del rango meta (3 por ciento). Estos episodios han tenido duraciones variables, entre 2 y 29 meses, y han coincidido con periodos de inflación superior al 3 por ciento, que oscilaron entre 9 y 33 meses. El episodio más prolongado fue el último, que se extendió desde julio de 2021 hasta noviembre de 2023. Este destaca notablemente por su duración, especialmente al considerar que el segundo episodio más largo, el de 2008-2009, tuvo una duración de solo 14 meses, aproximadamente la mitad. En general, los episodios más prolongados han coincidido con niveles máximos de depreciación anual de dos dígitos de la moneda doméstica y con incrementos pronunciados, aunque transitorios, en los precios de los alimentos y energía (AE). Esto contrasta con los desvíos del rango meta de la inflación sin alimentos y energía (SAE), que tiende a ser más moderada, pero a su vez, más persistente.

50 Estos episodios se documentan en el recuadro “La Respuesta de Política Monetaria ante choques de oferta” del Reporte de Inflación de marzo 2022.



EVOLUCIÓN DE LAS DISTINTAS MEDIDAS DE INFLACIÓN EN LOS EPISODIOS INFLACIONARIOS

Episodios	Fechas	Duración 1/	Max. Expectativas Inflación	Max. Inflación Total	Max. Inflación SAE	Max. Inflación AE	Max. Tipo de cambio	Max. Depreciación 12 meses
Episodio 1	Ene08-Feb09	14 meses (21 meses)	4,6	6,7	4,6	9,2	3,2	11,4
Episodio 2	Mar11-Jun11	4 meses (16 meses)	3,2	4,7	2,6	7,7	2,8	-0,9
Episodio 3	Jul15-Jul16	13 meses (16 meses)	3,5	4,6	3,8	6,0	3,5	15,1
Episodio 4	Mar17-Abr17	2 meses (9 meses)	3,1	4,0	2,8	5,4	3,3	-1,6
Episodio 5	Jul21-Nov23	29 meses (33 meses)	5,4	8,8	5,9	13,5	4,1	15,5

1/ Entre paréntesis se presenta el tiempo en cual la inflación total se mantiene fuera del rango meta.

El quinto episodio se caracterizó por la persistencia de los choques de oferta experimentados, lo que contrastó con la naturaleza típicamente transitoria de estos eventos⁵¹. Durante este periodo, en comparación con episodios previos, se registraron los valores más altos tanto en expectativas y en tasas de inflación, así como en los componentes de inflación AE y SAE, alcanzando valores de 5,4; 8,8; 13,5 y 5,9 por ciento, respectivamente.

En diciembre de 2023, las expectativas de inflación retornaron al rango meta, alcanzando un 2,8 por ciento, nivel que no se registraba desde dos meses antes del inicio del quinto episodio inflacionario. Las expectativas de inflación continuaron una tendencia decreciente, situándose en 2,28 por ciento en febrero de 2025, el nivel más bajo desde marzo de 2021. Por su parte, en 2025, la inflación se encuentra en el rango inferior de la meta, con valores de 1,9 por ciento en enero y 1,5 por ciento en febrero. Esta reducción se atribuye a la reversión de los choques de oferta experimentados durante el episodio inflacionario que se materializan en reducidos niveles de inflación AE. Sin embargo, la inflación SAE, que refleja tendencia de la inflación, viene convergiendo al centro del rango meta, con 2,4 por ciento en enero y 2,1 por ciento en febrero de 2025.

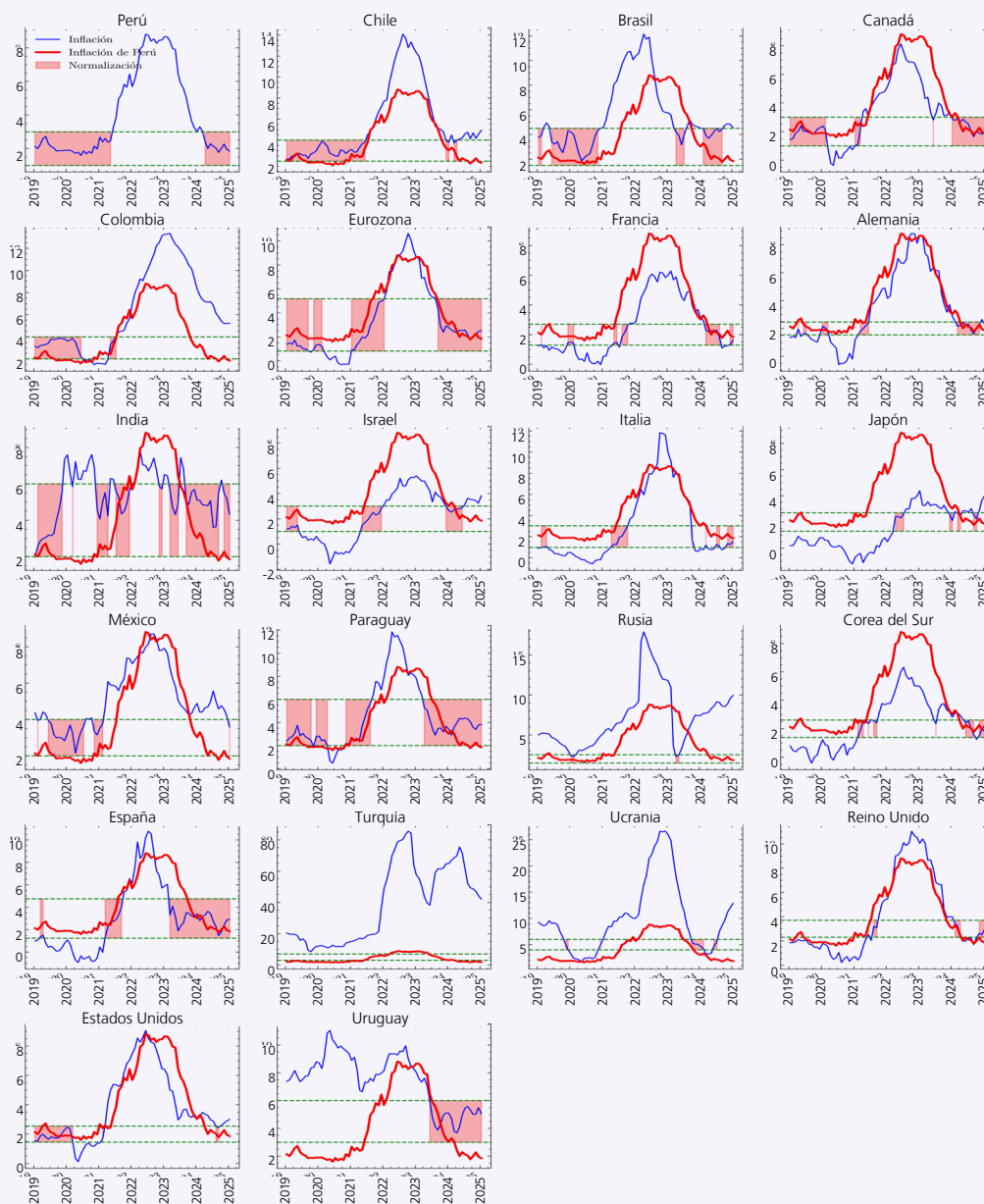
Comparación internacional

El reciente episodio inflacionario se caracterizó por choques de naturaleza global. Desde principios de 2021, la inflación experimentó un incremento en numerosos países, mostrando una dinámica heterogénea a partir de entonces. El siguiente gráfico compara la tasa de inflación en Perú con la de una muestra de 21 países, destacando tres puntos clave:

1. Durante este episodio, las economías desarrolladas experimentaron, en promedio, tasas de inflación más bajas que las economías en desarrollo. El caso peruano fue una de las excepciones al registrar tasas relativamente más bajas a las de países desarrollados.
2. La evolución de la inflación en Perú se asemejó más al observado en las economías desarrolladas que al de las economías en desarrollo.
3. La persistencia de los choques de oferta particulares a Perú generó que la tasa de inflación se mantenga por encima de 8 por ciento por más tiempo (11 meses), pero luego que estos choques se revertieron se observó una convergencia rápida a tasas de inflación de países desarrollados.

51 A la disrupción de la cadena de suministro y al alza de las cotizaciones internacionales de los *commodities*, se sumaron la prolongación del conflicto entre Rusia y Ucrania y eventos idiosincráticos persistentes como el Fenómeno El Niño 2023 y la conflictividad político-social del mismo año.

INFLACIÓN DE PERÚ Y UNA MUESTRA DE 21 PAÍSES*



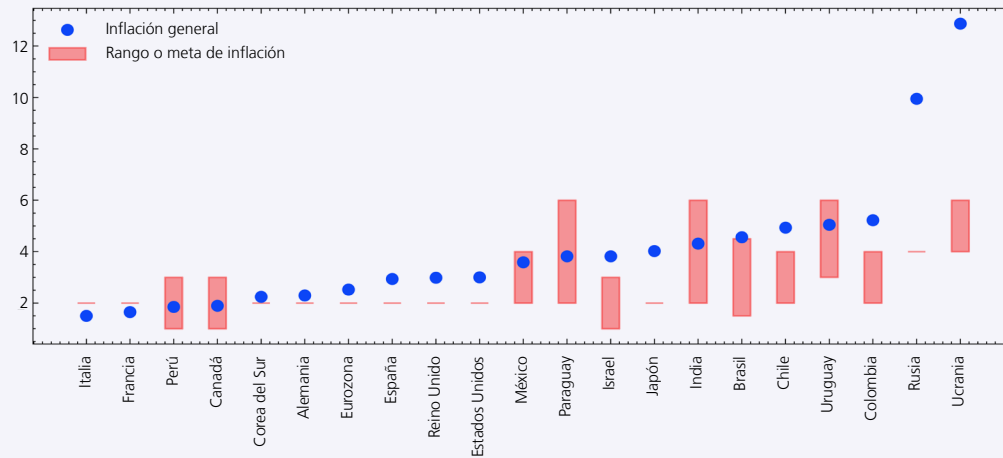
* Los rangos de inflación normal se determinaron utilizando los rangos meta de cada país. Cuando estos no estaban disponibles, se calcularon sumando y restando una desviación estándar prepandemia a la meta de inflación.
Fuente: oficinas de estadística y bancos centrales de cada país.

Esta comparación evidencia la influencia de factores globales en la inflación peruana, identificados en la alta correlación de la inflación de Perú con la de los otros países en la muestra, a la vez que permite observar las diferencias en la dinámica de la inflación de las economías desarrolladas y en desarrollo frente a estos choques. Asimismo, se observa que, en 12 de los 22 países incluidos en la muestra, la inflación no ha logrado retornar a su nivel o rango meta, luego del último episodio inflacionario.

Para enero de 2025, la inflación de Perú se encuentra ligeramente por debajo del centro del rango meta. Dentro de la muestra de estudio, Perú destaca como uno de los países con mejor control de la inflación, comparado con países desarrollados. Los países de la región todavía mantienen las tasas de inflación por encima de sus rangos meta.



TASAS DE INFLACIÓN DE ENERO 2025 Y EL RANGO O META DE INFLACIÓN PARA LA MUESTRA DE PAÍSES



Fuente: oficinas de estadística y bancos centrales de cada país.

La activa respuesta de los bancos centrales, elevando sus tasas de política monetaria, han facilitado el retorno de la inflación a sus rangos meta. De esta experiencia, y otros episodios inflacionarios, Ari y otros (2023)⁵² documentan los siguientes hechos estilizados:

1. Los choques inflacionarios son prolongados, tienen una duración promedio de desinflación exitosa de tres años, y, en el 60 por ciento de los episodios, la inflación retornó al nivel meta en un plazo de cinco años.
2. Las desinflaciones que no fueron exitosas, en su mayoría resultaron de políticas desinflacionarias que terminaron demasiado pronto.
3. Los países que logran reducir exitosamente las elevadas tasas de inflación implementan respuestas de política monetaria relativamente más contractivas que coinciden con respuestas fiscales también restrictivas.
4. Estas respuestas de política además de estar alineadas fueron prolongadas.
5. Con estas respuestas de política consistentes, estos países, consiguieron mayor estabilidad del tipo de cambio nominal.
6. Al mismo tiempo, en estas economías se registraron las menores tasas de crecimiento del salario nominal.
7. Aunque en las economías exitosas en controlar la inflación se experimentó un menor dinamismo económico en el corto plazo, en el mediano plazo no hubo pérdidas de crecimiento ni de empleo.

En el caso peruano, el retorno de la inflación al rango meta luego de los choques de oferta persistentes, globales e idiosincráticos, es atribuible a una combinación de factores, incluyendo la moderación de estos choques y la adecuada respuesta y comunicación de la política monetaria.

52 Los hechos estilizados documentado por los autores se discuten también en el recuadro "La experiencia histórica internacional y peruana frente a choques inflacionarios" del Reporte de Inflación de diciembre de 2023.

Recuadro 8

DISTRIBUCIÓN DE LOS PRECIOS RELATIVOS Y DINÁMICA DE LA INFLACIÓN

Los periodos de incremento de la inflación están usualmente relacionados con choques de oferta que, de ser persistentes, posteriormente pueden propagarse a otros precios y afectar las expectativas de inflación. Ante episodios inflacionarios originados por factores de oferta, los precios relativos se alteran, debido a que los precios de algunos rubros de alimentos y energía responden más rápido que el resto de bienes y servicios, que suelen tener precios más rígidos. En contraste, cuando la mayor inflación se debe a factores de demanda, los precios relativos muestran fluctuaciones menores, ya que el incremento de precios se da de forma más generalizada. De acuerdo con ello, la distribución y evolución de los precios relativos dentro del Índice de Precios al Consumidor (IPC) proporciona información valiosa sobre el origen y características de los choques que afectan a la inflación. Esta información es relevante para el diseño de la política monetaria, ya que, para responder de manera efectiva a estos choques, es importante identificar el tipo de eventos que desencadenan los cambios en la inflación.

En este recuadro se presenta un indicador que permite cuantificar la importancia de los choques de oferta en la inflación, definidos como el aumento súbito de algunos precios de la canasta del consumidor. El recuadro utiliza la misma metodología de un estudio reciente de la Reserva Federal de los EUA (Fed) que encontró que, entre 1995 y 2019, un periodo de inflación relativamente baja y estable en EUA, la inflación tiende a ser menor cuando una mayor cantidad de precios se incrementan a una tasa superior a la inflación agregada, lo cual indica un aumento de los precios relativos⁵³. A continuación, se muestra que esta relación entre la distribución de precios relativos de los componentes del IPC y la inflación total se observa también en Perú. Esto permite concluir que periodos de inflación alta y volátil se asocian generalmente a incrementos de precios concentrados en unos pocos rubros, principalmente de alimentos y energía, que no forman parte de la inflación tendencial.

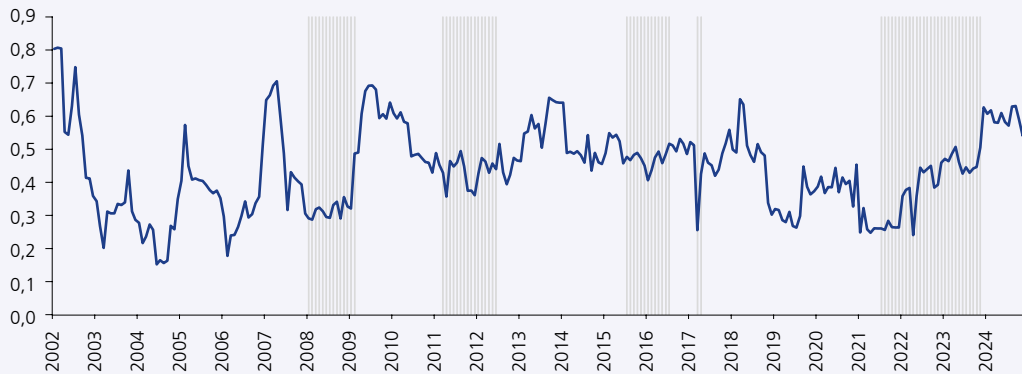
Para este análisis, se consideran los 188 rubros que componen al IPC. En cada mes, se determina la proporción de categorías con aumentos de precios superiores a la inflación agregada, lo que indica un incremento en sus precios relativos. A partir de esto, se calcula la Proporción de Rubros con Aumento en su Precio Relativo (PRAPR) por período, el cual es el indicador clave para este análisis. La PRAPR mide los cambios en la dispersión de la distribución de los precios relativos. **En general, una mayor dispersión de precios relativos (mayor PRAPR) se asocia con una inflación más baja, mientras que una menor dispersión se relaciona con una inflación más alta.** Esto se debe a que incrementos de la inflación con poca variación en la dispersión de precios relativos sugieren un proceso inflacionario generalizado.

En este recuadro se estudia el período 2002-2024, caracterizado por una inflación baja y estable, con excepciones como la pospandemia (2021-2023). A continuación, se presenta la PRAPR anual y se observa que osciló entre 0,15 y 0,81, con un promedio histórico de 0,44. Los periodos resaltados en gris son aquellos en los que las expectativas de inflación superaron el 3 por ciento, los cuales pueden catalogarse como periodos de inflación más alta y volátil. En estos periodos, el nivel de la PRAPR ha sido, en promedio, ligeramente menor.

53 Ver Hornstein, A., Ruge-Murcia, F., y Wolman, A. (2024). The Relationship Between Inflation and the Distribution of Relative Price Changes. Federal Reserve Bank of Richmond. (https://www.richmondfed.org/-/media/RichmondFedOrg/publications/research/working_papers/2024/wp24-15.pdf)



EVOLUCIÓN DE LA PROPORCIÓN DE RUBROS CON AUMENTO EN SU PRECIO RELATIVO (PRAPR) INTERANUAL (2002-2024)



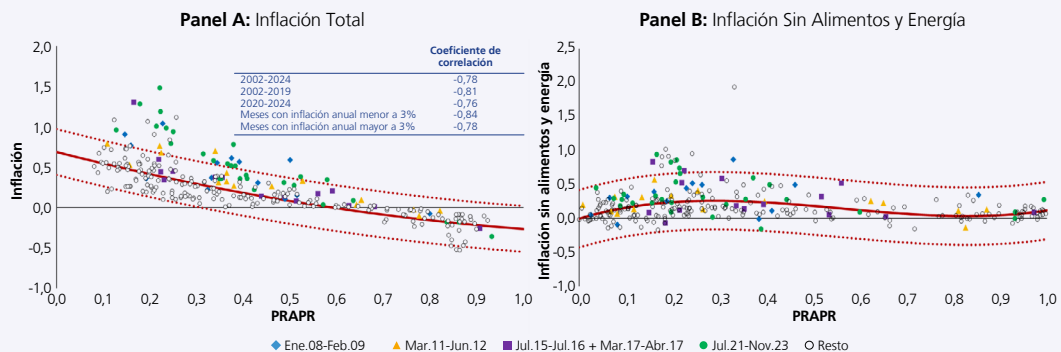
Notas:

1. La PRAPR (Proporción de Rubros con Aumento en su Precio Relativo) se calcula como la proporción de rubros cuya inflación es mayor que la inflación agregada. En este caso, se considera la inflación anual.
2. Las áreas sombreadas en gris representan los periodos en los que las expectativas de inflación se ubicaron por encima del 3 por ciento.

Los gráficos a continuación muestran la correlación mensual entre la PRAPR y la inflación total, así como la inflación sin alimentos y energía. Se distingue entre episodios con expectativas de inflación superiores al 3 por ciento (en los que la inflación fue más volátil) y el resto de los periodos. En ambos casos, se dibuja la línea de tendencia correspondiente a los meses en los que las expectativas de inflación fueron bajas, junto a sus intervalos de confianza del 95 por ciento en líneas punteadas. Se evidencia que existe una clara relación negativa en el caso de la inflación total. Cuando las expectativas de inflación fueron altas, esta relación también fue negativa y de magnitud similar, pero con niveles de inflación más elevados, lo cual corresponde a un desplazamiento hacia arriba de la relación⁵⁴.

En la muestra completa, la correlación es considerablemente negativa (-0,78). Esta correlación se intensifica al excluir los años pospandemia o al restringir el análisis a meses con expectativas de inflación por debajo del límite superior del rango meta (3 por ciento). La estrecha relación entre la PRAPR y la inflación se observa incluso en periodos de inflación alta y volátil. Por otro lado, en el caso de la inflación sin alimentos y energía, esta relación no es significativa y la correlación, aunque negativa, es notablemente más baja (-0,19). Esto indica que esta relación se puede atribuir principalmente a los rubros de alimentos y energía.

RELACIÓN ENTRE INFLACIÓN MENSUAL Y PRAPR (2002-2024)



Nota: La PRAPR (Proporción de Rubros con Aumento en su Precio Relativo) se calcula como la proporción de rubros cuya inflación es mayor que la inflación agregada.

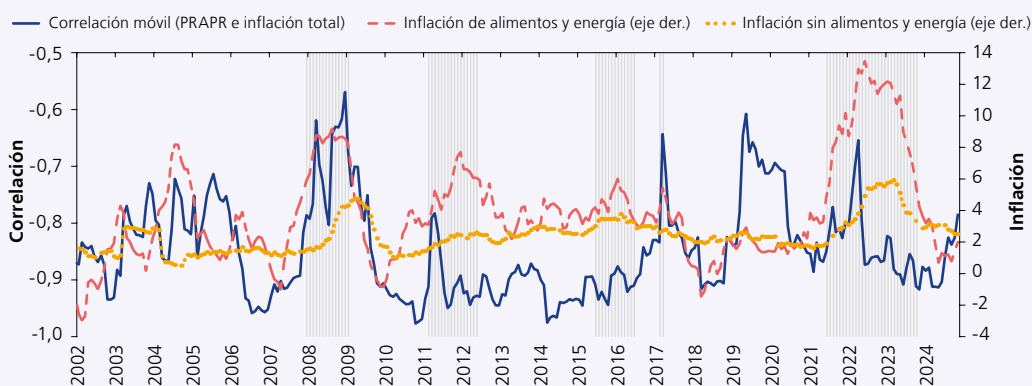
54 En el recuadro “La Respuesta de Política Monetaria ante choques de oferta” del Reporte de Inflación de marzo 2022, se documentan los episodios inflacionarios caracterizados por expectativas de inflación superiores al rango meta. Son estos episodios a los que se hace referencia en este párrafo.

Esta observación empírica sugiere que los choques de inflación en la economía peruana se manifiestan principalmente a través de aumentos pronunciados en una o algunas categorías específicas, en lugar de aumentos generalizados, y que estos incrementos se concentran principalmente en los rubros de alimentos y energía. Esto indica que las fluctuaciones de la inflación suelen originarse en choques de oferta focalizados en unos pocos rubros.

En el siguiente gráfico, se muestra la evolución en el tiempo de la correlación entre la PRAPR y la inflación mensual, a través de ventanas móviles de 1 año. Se evidencia que esta relación ha mostrado ciertas fluctuaciones en los últimos 22 años, pero ha permanecido siempre por debajo de -0,5. Por otro lado, no se observa una clara relación entre esta correlación y el nivel de la inflación de alimentos y energía o sin alimentos y energía.

A partir de lo descrito, se puede argumentar que la correlación entre la PRAPR y la inflación tiende a ser más negativa ante choques de oferta, y se acerca a cero cuando predominan los factores de demanda. Por ejemplo, esta correlación fue menos pronunciada durante el episodio inflacionario de 2008-2009, en comparación con el periodo 2022-2023. Aunque ambos episodios estuvieron marcados por importantes aumentos en los precios de alimentos y energía, la propagación a otros rubros fue menor en el episodio más reciente. Esto se explica porque el episodio de 2008, aunque originado principalmente por un choque de oferta, también se vio influenciado por factores de demanda derivados de los altos precios de los *commodities*, lo que propició una mayor propagación al resto de precios. En contraste, en el episodio inflacionario de la pospandemia, el contexto macroeconómico y la respuesta de política monetaria ayudaron a mitigar la transmisión de la inflación de alimentos y energía hacia el resto de los componentes del IPC.

EVOLUCIÓN DE LA CORRELACIÓN ENTRE PRAPR E INFLACIÓN MENSUAL (2002-2024)



Notas:

1. La PRAPR (Proporción de Rubros con Aumento en su Precio Relativo) se calcula como la proporción de rubros cuya inflación es mayor que la inflación agregada. Se considera la correlación móvil en ventanas de 1 año entre la PRAPR y la inflación total.
2. Las áreas sombreadas en gris representan los periodos en los que las expectativas de inflación se ubicaron por encima del 3 por ciento.

De manera complementaria, se analiza la contribución del cambio de precios relativos en la canasta del IPC a la varianza de la inflación agregada. La siguiente tabla muestra el porcentaje de la varianza atribuible a los rubros cuyos precios relativos superaron umbrales especificados en la tabla, junto con su ponderación en la canasta del IPC. Como era de esperar, al aumentar el umbral, tanto la contribución a la varianza como el peso en el IPC disminuyen, ya que menos rubros superan umbrales progresivamente más altos. Sin embargo, la contribución a la varianza se reduce a un ritmo menor que la ponderación de los rubros en el IPC. Esto sugiere que la variabilidad de la inflación tiende a concentrarse en algunos rubros cuyo peso conjunto es reducido. Por ejemplo, entre 2002 y 2024, los rubros cuyo precio relativo se incrementó más de 2 por ciento representaron solo el 10 por ciento de la ponderación del IPC, pero explicaron aproximadamente el 60 por ciento de la varianza de la inflación.





Este resultado es consistente con la relación encontrada anteriormente y permite confirmar que gran parte de la volatilidad mensual de la inflación es explicada por una pequeña fracción de rubros de gasto cuyo precio relativo se incrementa significativamente.

DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIANZA DE LA INFLACIÓN SEGÚN MAGNITUD DEL CAMBIO EN PRECIO RELATIVO DE LOS RUBROS

Cambio en precio relativo es mayor a (porcentaje):	Contribución a la varianza de la inflación		Peso en el IPC (contribución al gasto)	
	Periodos no inflacionarios	Periodos inflacionarios	Periodos no inflacionarios	Periodos inflacionarios
0,25	0,73	0,75	0,55	0,66
1	0,68	0,60	0,16	0,20
2	0,63	0,57	0,09	0,11
3	0,60	0,41	0,07	0,07
5	0,49	0,35	0,04	0,04
10	0,26	0,15	0,01	0,01

Notas:

1. Cada fila muestra la contribución a la varianza y el peso en el IPC de aquellos rubros cuyo cambio en precio relativo es mayor al umbral indicado en la primera columna, es decir, aquellos cuya inflación es mayor a la inflación total en al menos esa cantidad de puntos porcentuales.
2. Las contribuciones a la varianza se calculan como el ratio entre la varianza de la inflación correspondiente a los rubros que superan el umbral (ponderada por sus respectivos pesos) y la varianza de la inflación total.

Cabe mencionar que estos hallazgos no son necesariamente inconsistentes con el hecho estilizado de que, en periodos de inflación más elevada, hay una mayor proporción de rubros que experimentan un aumento importante en sus precios (por encima del 5 por ciento)⁵⁵. Si bien una mayor cantidad de precios que se elevan de forma significativa puede estar relacionada con una mayor proporción de precios relativos que aumentan, eso dependerá de que tan alta sea la inflación agregada. Lo que se puede concluir, en base a ambos hechos estilizados, es que, en periodos de alta inflación, suele observarse una mayor cantidad de rubros cuyo precio se eleva significativamente, pero la mayoría de estos siguen mostrando un incremento menor a la inflación total, lo que quiere decir que esta es explicada principalmente por el incremento de precios en unos pocos rubros.

Comentarios finales

La información expuesta en este recuadro comprueba la existencia de una estrecha relación entre la forma en que evolucionan los precios relativos en la economía y la inflación en el caso peruano. Este hecho estilizado permite argumentar que, incluso en un régimen de metas de inflación exitoso como el de Perú, en el que la inflación anual se mantiene generalmente baja y estable, parte importante de las fluctuaciones mensuales de esta variable están explicadas por choques fuertes en categorías específicas, los cuales son independientes de las fluctuaciones de demanda.

55 Ver recuadro "Precios Relativos e Inflación en la Economía Peruana" del Reporte de Inflación de junio 2024 (<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Inflacion/2024/junio/report-de-inflacion-junio-2024-recuadro-5.pdf>)

BANCO DE RESERVA DEL PERU

PAGARÁ AL PORTADOR

Nº

Nº

020431

020431



SERIE
CI

LIMA, 12 de Abril

UNA LIBRA PERUANA DE ORO

— DE ACUERDO CON LAS DISPOSICIONES DE LA LEY N.º 1000 —

DE 1922

DIRECTOR

PRESIDENTE DEL DIRECTORIO

GERENTE

Manuel G. Pardo
E. J. Torrealba