

Reporte Especial

Departamento de Estudios Económicos

OCTUBRE 2025

2026: Un año de precios de metales altos y cambio de gobierno



DISCLAIMER: Las opiniones, estimaciones, pronósticos, declaraciones y recomendaciones efectuadas en el presente reporte son producto de la investigación y estudio realizado por los autores, sobre la base de información pública disponible reflejan la opinión exclusivamente del equipo de Estudios Económicos, y no necesariamente de Scotiabank Perú S.A.A. El presente informe no constituye asesoría en inversiones, ni contiene, ni debe ser interpretado como una oferta, una invitación o una recomendación para realizar cualquier acto jurídico respecto de cualquier valor mobiliario o producto financiero. Scotiabank Perú S.A.A. y sus subsidiarias no se responsabilizan por cualquier error, omisión o inexactitud que pudiera presentar este reporte; ni por los resultados de cualquier decisión de inversión adoptada respecto de los valores o productos financieros que se analizan.

Alza en términos de intercambio fue el factor determinante del 2025

El 2025 empezó con dos riesgos externos importantes para la economía. El primero fue, y sigue siendo, un entorno internacional incierto debido a la política de EEUU en general, y al incremento en aranceles en particular. El arancel de 10% que le impuso EEUU al Perú es el nivel más bajo de la escala arancelaria de EEUU a nivel global. Adicionalmente, EEUU impuso un arancel de 50% a ciertos productos de cobre, aunque no a los concentrados, que es lo que más exporta el Perú. No pareciera que EEUU haya terminado de considerar aplicar aranceles, por lo que persiste el riesgo de un efecto mayor en el futuro. Al mismo tiempo, sin embargo, la data no evidencia, hasta el momento, un impacto negativo significativo de la política arancelaria de EEUU en la economía peruana.

El otro riesgo importante para el Perú, uno recurrente en el tiempo, tiene que ver con el ciclo electoral. En el pasado, la incertidumbre pre y post electoral ha tenido, con frecuencia, un impacto significativo en la economía del país.

Ambos factores, el externo y el político interno, generan un nivel significativo de incertidumbre. Por lo mismo, sorprende lo poco que este entorno de doble riesgo viene incidiendo sobre la economía. Más bien, el 2025 ha sido un año inesperadamente favorable para la economía peruana. El crecimiento ha sido moderado, pero liderado por una demanda interna robusta; los balances macroeconómicos, ya de por sí solventes, han mejorado aún más; y existe una estabilidad monetaria que combina una inflación baja durante el año, una tasa de interés de referencia que se redujo de 5.00% a inicios del año, hasta 4.25% a setiembre, y un tipo de cambio excepcionalmente fuerte.

PERÚ: EXPORTACIONES A EEUU EN EL 2024 (en millones de dólares)

Sector	Monto	% del Total
Agricultura	4,299	46.6%
Minería	2,388	25.9%
Textiles	830	9.0%
Otras Manufacturas	810	8.8%
Pesca	352	3.8%
Petróleo & Gas	327	3.5%
Otros	217	2.4%
Total	9,222	100.0%

Fuente: AdexDataTrade, Estudios Económicos Scotiabank Perú

Entorno Mirando al 2026

Si bien la incertidumbre generada por las políticas de EEUU no afectó al Perú en el 2025, existe el riesgo de que se materialice un impacto más adelante. De igual manera, la incertidumbre electoral que no afectó la data económica durante el 2025 persiste como un riesgo para el 2026.

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS

	2024	2025P	2026P
Sector Real (var. % real)			
PBI	3.3	3.2	3.2
Demanda interna	3.9	5.0	3.2
PBI primario	4.3	2.3	2.4
PBI no primario	3.1	3.2	3.3
Consumo privado	2.8	3.2	3.2
Inversión privada	3.3	6.7	3.5
Inversión pública	14.7	4.5	1.9
Sector Externo (mill. US\$)			
Exportaciones	76,172	83,460	87,270
Importaciones	52,091	55,740	57,230
Balanza Comercial	24,081	27,720	30,040
RIN	78,987	87,500	90,000
Sector Fiscal (% del PBI)			
Balance Fiscal	-3.5	-2.3	-2.0
Deuda Pública	32.1	31.5	32.0
Sector Monetario (en %)			
Inflación	2.0	1.9	2.2
Tipo de cambio (S/ por US\$)	3.74	3.56	3.60
Tasa de referencia	5.00	4.25	4.25

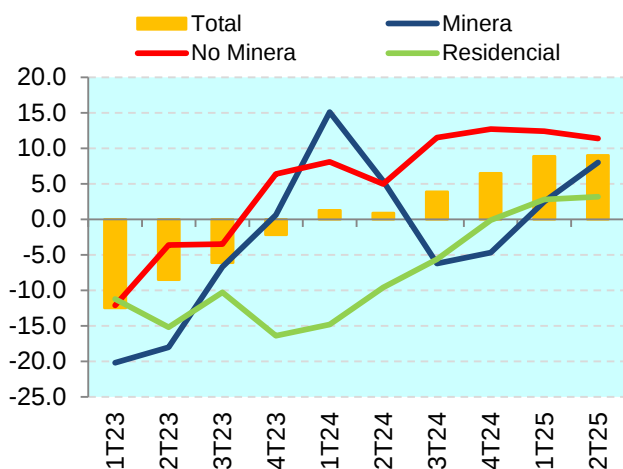
Fuente: Estudios Económicos - Scotiabank

Es difícil prever la magnitud del impacto que puedan tener estas dos fuentes potenciales de riesgo en el futuro, dada la misma incertidumbre que generan. Lo que sí se puede decir es que, hasta el momento, el contexto internacional está teniendo un efecto más favorable que desfavorable sobre la economía del país. La razón principal es el significativo auge en los precios de los metales. A esto se agrega que los precios de muchos bienes de importación importantes como petróleo, trigo y maíz han bajado. Como resultado, los términos de intercambio están en niveles récord actualmente. Existe cierta correlación histórica favorable entre términos de intercambio altos y crecimiento del PBI y de la inversión privada.

Nuestra expectativa es que los términos de intercambio se estabilicen en el 2026. Esperamos que los precios de los metales suban levemente en promedio frente al 2025, aunque eso implique una corrección frente a los altos niveles actuales. Asimismo, esperamos una corrección al alza en los precios de importación de productos claves (trigo, maíz, soya, petróleo), puesto que están actualmente en niveles insosteniblemente bajos.

Dada la institucionalidad política débil que existe en el Perú, las elecciones representan una fuente adicional de incertidumbre. Es difícil vaticinar el resultado de las elecciones presidenciales y parlamentarias como para poder prever un impacto económico eventual. Nuestro supuesto es que, en el nuevo gobierno, el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) mantendrá la política fiscal más o menos dentro de los cauces en que ha estado en los últimos 15 años. Otro supuesto es que la institucionalidad general del país no se siga erosionando.

INVERSIÓN PRIVADA POR RUBRO (var. Real anual)



Fuente: BCR, Estudios Económicos Scotiabank Perú

El Perú ha podido crecer a pesar de la turbulencia política de los últimos ocho años en buena medida gracias a la fortaleza en las instituciones económicas, como el Banco Central de Reserva (BCR), la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) y la Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (Sunat). Esta institucionalidad ha sido determinante para mantener la solidez a las cuentas económicas. En el 2026 se renovará el directorio del BCR, como ocurre con cada cambio de gobierno. Mucho del futuro económico del país dependerá de la decisión que se tomará al respecto.

En resumen, se vislumbran una serie de riesgos para el 2026, pero se partirá de una posición económicamente sólida, con cuentas externas fuertes, cuentas fiscales manejables, un crecimiento del PBI moderado, y estabilidad de precios, desde el índice de precios al consumidor y las tasas de interés, hasta los principales precios de importación y el tipo de cambio.

Crecimiento del PBI

Proyectamos que el PBI crecerá 3.2% en el 2026, luego de crecer también 3.2% en el 2025. Nuestra proyección balancea factores positivos y negativos. Hay factores que inciden en limitar el crecimiento en el 2026, incluyendo el hecho de que el PBI crecerá sobre una base comparativa más alta que en el 2025. Enfrentará, además, los vaivenes de ser un año electoral. Finalmente, el gobierno está buscando desacelerar el gasto público para cumplir con la meta fiscal. En esta línea, el MEF publicó una propuesta de presupuesto que establece un incremento del gasto público de solo 2.2% en el 2026.

Entre los factores positivos para el crecimiento están: la economía termina el 2025 con un mercado laboral sólido, una inflación baja y un incremento en los ingresos de un segmento de la población gracias al octavo retiro de AFPs (la primera cuota debe estar disponible en la segunda quincena de noviembre, aunque el grueso del impacto sobre el consumo se dará en el 2026). Todo esto contribuirá a que el consumo privado crezca 3.2% en el 2026.

PBI Y DEMANDA INTERNA (var. % real anual)

	2024	2025P	2026P
PBI	3.3	3.2	3.2
Importaciones	8.4	9.1	3.0
Demanda interna	3.9	5.0	3.2
Consumo privado	2.8	3.2	3.2
Consumo público	2.1	1.5	1.4
Inversión bruta fija	5.6	6.2	3.2
Privada	3.3	6.7	3.5
Pública	14.7	4.5	1.9
Exportaciones	6.1	2.5	3.0

Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos Scotiabank Perú

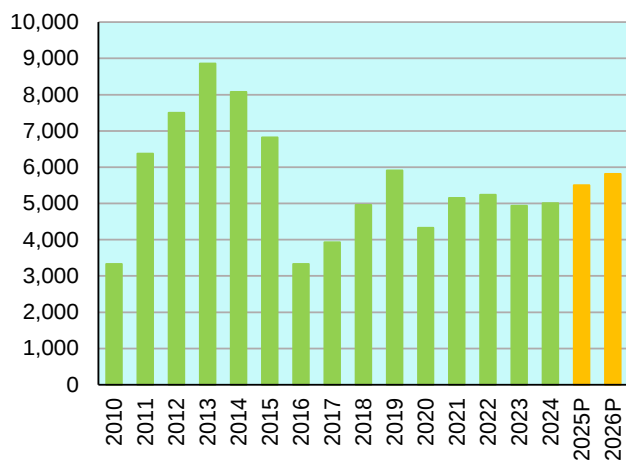
El crecimiento de la inversión privada suele ser más difícil de proyectar. Típicamente la inversión privada es más cautelosa en un año electoral. No siempre. En las elecciones del 2006 la inversión privada creció 20.1% a pesar de la incertidumbre que generaba en la confianza empresarial una elección entre Alan García y Ollanta Humala. Lo que ocurrió en el 2006 fue que la incertidumbre electoral fue compensada por un auge en los precios de los metales. Uno puede argumentar que estamos pasando por una situación parecida actualmente. Hay que recordar, sin embargo, que, dada la incertidumbre respecto de la política arancelaria y global de EEUU, también el contexto externo viene con una cuota inusual de riesgo. Dada esta incertidumbre doble, preferimos seguir siendo cautelosos.

En lo que sí viene siendo agresivo el gobierno es en promover la inversión privada vía obras de infraestructura a través de licitaciones dentro del esquema de asociaciones público-privadas y, en menor medida, obras por impuestos. Estas licitaciones tendrán un mayor impacto en términos de ejecución a partir del 2027, aunque ya vienen aportando a la demanda interna incrementalmente en el 2025 y 2026.

El anuncio del gobierno de que buscará cumplir con la regla fiscal que establece que el déficit fiscal no debe superar el 1.8% del PBI el próximo año implica que intentará controlar los gastos. Esto y el cambio de autoridades que ocurrirá en el 2026 están detrás de nuestras proyecciones relativamente bajas para el consumo e inversión públicos, 1.4% y 1.9%, respectivamente.

Finalmente, hay que reconocer que la expansión de la minería ilegal también viene contribuyendo al crecimiento del PBI en la última década. Existen señales incipientes de que está cambiando cierta actitud permisiva de las autoridades frente a la minería ilegal. Si bien la minería ilegal también es producción e ingreso económico que contribuye a la demanda interna, trae consigo una serie de efectos colaterales que afecta negativamente el bienestar de la sociedad.

INVERSIÓN MINERA (en millones de dólares)



Fuente: MINEM, Estudios Económicos Scotiabank Perú

PBI por sectores

Proyectamos que el PBI crezca 3.2% en el 2026, similar al 2025. Estas cifras consideran el impacto del octavo retiro de los fondos de pensiones (AFP). Basado en precedentes, esperamos que alrededor del 20% de los cerca de S/ 27,000 millones de recursos que se retirarían se dirigirían al consumo privado. Dado que los fondos empezarán a ingresar a la economía en la segunda quincena de noviembre, habrá algo de impacto hacia finales del 2025, pero el impacto principal se dará en el primer semestre del 2026, aportando cerca de 0.1 puntos porcentuales (p.p.) al crecimiento del 2025 y 0.3 p.p. a la expansión del 2026. Esto reforzaría nuestra expectativa de que los sectores vinculados a la demanda interna como Comercio y Servicios continúen liderando el crecimiento del PBI.

Comercio: El crecimiento de 3.2% sería similar al de la economía en su conjunto. Inicialmente, preveíamos una desaceleración del sector producto de una alta base de comparación y puesto que el período electoral generalmente genera cautela en el gasto del consumidor -en especial en la demanda de bienes de consumo duradero como vehículos y electrodomésticos-. No obstante, la inyección de fondos proveniente del retiro de las AFP, compensarían esta usual moderación en el gasto, sobre todo considerando que la inyección de recursos impactaría en el primer semestre del año, período en el que se realizarán las elecciones. Además, el crecimiento del empleo -en línea con el dinamismo de la inversión privada-, la mejora en el poder adquisitivo de la población -asociado a bajas tasas de inflación- y la mejora de las condiciones crediticias -ante la baja en la tasa de interés del BCR- contribuirían a mantener las ventas minoristas.

Servicios: Proyectamos una expansión de 3.3% similar al 2025. Todos los segmentos crecerían, aunque a diferentes velocidades. Resaltarían los segmentos de Transporte -gracias al mayor movimiento de carga y personas en línea con la expansión de la demanda interna-, Servicios Personales y Servicios Empresariales -gracias al dinamismo del consumo privado y la inversión privada, respectivamente- y Alojamiento y Restaurantes -al cierre del 2026 recuperaría niveles prepandemia-. De otro lado, prevemos una desaceleración en *Servicios de Gobierno*,

PBI POR SECTOR ECONÓMICO (var. % real anual)

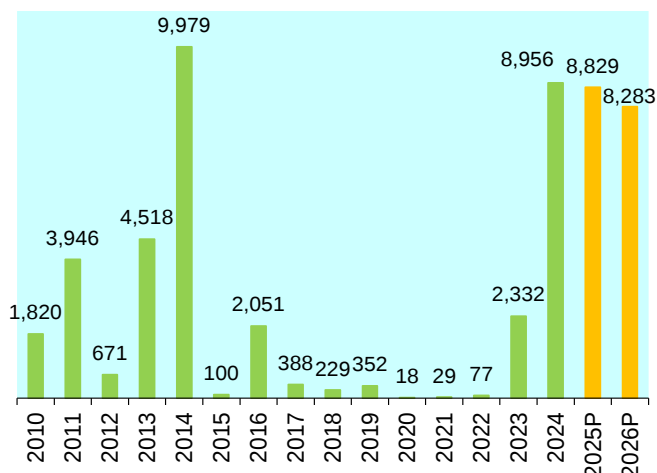
SECTOR	2024	2025P	2026P
Agropecuario	5.4	3.3	3.1
Pesca	24.9	5.1	-2.0
Minería e Hidrocarburos	2.2	1.6	2.6
Minería	2.2	1.6	2.5
Hidrocarburos	2.1	1.1	3.2
Manufactura	4.1	2.5	2.4
Primaria	8.8	3.1	1.0
No primaria	2.7	2.3	2.8
Construcción	3.6	4.5	3.7
Comercio	3.0	3.3	3.2
Servicios	3.2	3.2	3.3
Telecomunicaciones	2.0	1.1	2.7
Transporte	6.1	4.6	3.4
Serv. Prestados a Empresas	3.6	3.3	3.3
Alojamiento y Restaurantes	3.7	3.1	4.5
PBI	3.3	3.2	3.2
Sectores Primarios	4.3	2.3	2.4
Sectores No Primarios	3.1	3.2	3.3

en línea con la moderación del gasto público presupuestado para el 2026, y en Telecomunicaciones, ante al elevado nivel de penetración que existe en telefonía móvil e internet fijo y móvil.

Construcción: Esperamos un crecimiento del 3.7%, impulsado por la tendencia creciente de la inversión privada. A pesar de la cautela propia del ciclo electoral, la inversión privada ha mostrado una notable recuperación durante la primera mitad del 2025 y continuaría con todos sus motores encendidos en el 2026. Los altos precios de los metales motivarán el crecimiento de la inversión minera, mientras que la inversión residencial seguiría impulsada por la mejora de los ingresos de la población -en especial la autoconstrucción- y menores tasas de interés de créditos hipotecarios. Por último, la inversión en proyectos de infraestructura licitados bajo la modalidad de Asociación Pública Privada (APP) está deviniendo en un motor de crecimiento de mediano y largo plazo. Se ha licitado proyectos por casi US\$ 9,000 millones en cada año entre el 2024 y (proyectamos) el 2026. En contraste, la ejecución de obras públicas desaceleraría en línea con un presupuesto público más austero en el 2026 y por la curva de aprendizaje de las nuevas autoridades del Gobierno Nacional que asumirán sus funciones el 28 de julio.

Manufactura: El crecimiento de 2.3% que proyectamos sería encabezada por la Manufactura No Primaria, liderada, a su vez, por la producción de bienes de capital -en línea con la expansión de la inversión privada-, bienes de consumo -ante la sostenida evolución del consumo privado- y, en menor medida, de bienes intermedios. El menor crecimiento de la Manufactura, 2.3%, respecto de la economía en su conjunto, 3.2%, refleja, en parte, un consumo creciente de bienes importados, en un contexto de reorientación de productos -principalmente asiáticos-

ADJUDICACIONES OBRAS INFRAESTRUCTURA (en millones de dólares)



Fuente: Proinversión, Estudios Económicos Scotiabank Perú

hacia otros mercados como respuesta a la nueva política arancelaria en EEUU, y en parte a una mayor participación de servicios en el gasto de los hogares.

Prevedemos que los sectores primarios crecerán a un ritmo similar al 2025, asumiendo condiciones climáticas normales para los sectores Agropecuario y Pesca, y ante la ausencia de la entrada en operación de grandes proyectos que impacten en la producción del sector Minería.

Agropecuaria: Proyectamos que se expanda 3.1% en el 2026, tasa similar a la del 2025. Luego del impacto del Fenómeno El Niño (FEN) en el 2023, y sus secuelas que se prolongaron hasta mediados del 2024, la producción agropecuaria ha retomado su tendencia de crecimiento habitual. Varios cultivos de agroexportación, incluyendo arándanos, uvas y paltas, aún se encuentran en la fase ascendente de su curva de rendimientos, por lo que tienen espacio para seguir creciendo. Además, la reciente aprobación de una nueva ley agraria -que restituye beneficios tributarios al sector- podría impulsar una nueva ola de inversiones que incremente la producción en el mediano plazo.

Pesca: La ligera caída de 2% que esperamos en el 2026 se debería a un efecto base dado los altos niveles de desembarque de anchoveta que se alcanzarían en el 2025, que bordearía 5 millones de toneladas, su nivel más alto desde el 2021. Para el 2026 asumimos un nivel de captura de 4.7 millones de toneladas, que si bien estaría por encima del promedio de 4.2 millones de los últimos diez años, sería inferior a lo registrado en el 2025. Por el lado de la pesca de Consumo Humano Directo (CHD) prevemos una moderación en su ritmo de expansión dada la significativa recuperación de la captura de pota este año.

Minería: Prevedemos que el sector se expanda 2.5% en el 2026, mayor que en el 2025. Este crecimiento sería liderado por el oro puesto que será el primer año completo de operaciones del proyecto San Gabriel (Moquegua) cuyo inicio de operaciones está previsto para noviembre del 2025, y que aportaría cerca de 150 mil onzas anuales. A

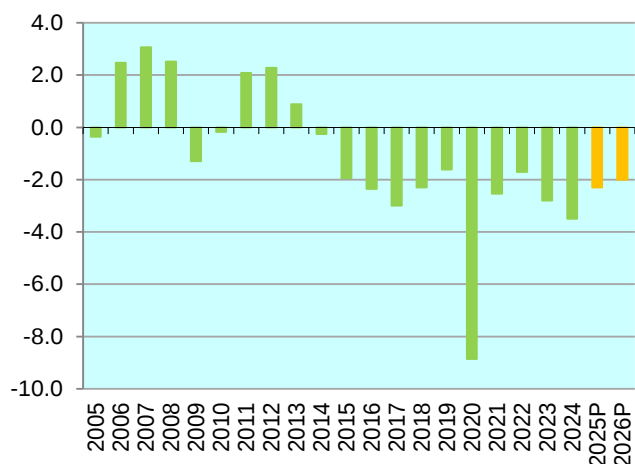
esto se agrega la recuperación de la producción de hierro, que se vio afectada en el 2025 por problemas logísticos en Shougang Hierro Perú, la aceleración de la producción de cobre -Antamina aumentaría su producción de cobre tras haber minado zonas con mayor contenido de zinc durante el 2025- y el inicio de operaciones del proyecto de zinc Romina -previsto para fines del 2026 y que aportaría cerca de 50,000 TMF de zinc anuales-.

Balances Macroeconómicos

Balance fiscal. El déficit fiscal bajo de su pico de 4.0% del PBI en setiembre del 2024, 2.3% estimado para setiembre del 2025. El factor principal detrás de esta mejora ha sido el aumento de la recaudación fiscal, en 15% en este periodo, frente a un mayor gasto de 8%. Esta mayor recaudación se ha dado, en buena medida, gracias a los altos precios de los metales, aunque el incremento del Impuesto General a las Ventas (IGV) por el crecimiento de la demanda interna también incidió positivamente. Si bien este entorno de precios de metales altos hace factible que se logre la meta fiscal de 2.2% del PBI en el 2025, también es cierto que típicamente aumenta el gasto fiscal estacionalmente en el cuarto trimestre de cada año. Dado esto, nuestra proyección es que el déficit fiscal se establezca en 2.3% del PBI de acá a fin del 2025.

La situación fiscal del país seguirá cómoda mientras persistan los precios de los metales altos, por un lado, y siga el crecimiento interno, por el otro. El presupuesto del sector público para el 2026 se ha incrementado en sólo 2.2% en términos nominales. Nuestras proyecciones de consumo e inversión públicos, de menos de 2% real en ambos casos, están en línea con esta cifra. El presupuesto aún debe ser aprobado por el Congreso, que podría aumentar el gasto, pero probablemente no en forma materialmente significativa. Aun así, lograr un déficit fiscal de 1.8% del PBI en el 2026 no será fácil. Nuestra proyección es que el déficit fiscal caiga modestamente a 2.0% del PBI. Si bien está por encima de la regla fiscal, es un nivel que es manejable y sostenible en el tiempo.

DÉFICIT FISCAL (% del PBI)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos-Scotiabank

PRECIO DE METALES (cotización promedio anual)

	2024	2025P	2026P
Oro (US\$/oz)	2,388	3,350	3,500
Plata (US\$/oz)	28.2	38.0	40.0
Cobre (US\$/lb)	4.15	4.30	4.40
Zinc (US\$/lb)	1.26	1.25	1.25
Plomo (US\$/lb)	0.95	0.90	0.90
Petróleo (US\$/bbl)	76.6	65.0	60.0

Fuente: Estudios Económicos Scotiabank Perú

Cuentas externas – Los altos precios de metales a nivel global en el 2025 ha llevado a que el Perú tenga un superávit históricamente alto en la balanza comercial. Para el 2025 estimamos que el oro termine con precio promedio alrededor de 40% mayor al 2024, y el cobre cerca de 4%.

No esperábamos precios de metales tan altos a inicios del 2025. El complicado contexto arancelario mundial parecía más bien riesgoso para los metales industriales. Este riesgo no se ha materializado. En cambio, el inusual, e inesperado, debilitamiento del dólar a nivel global, producto de la desconfianza que genera la política económica y global del gobierno de Donal Trump, ha contribuido a dar soporte a los precios de metales, tanto industriales como preciosos, medidos en dólares.

El entorno global ha tenido un impacto particularmente importante sobre los precios de los metales preciosos. Este entorno incluye no sólo la incertidumbre generada por la política monetaria y económica en general en EEUU, sino también la difícil situación geopolítica global. Éste es un entorno que podría prolongarse en el futuro.

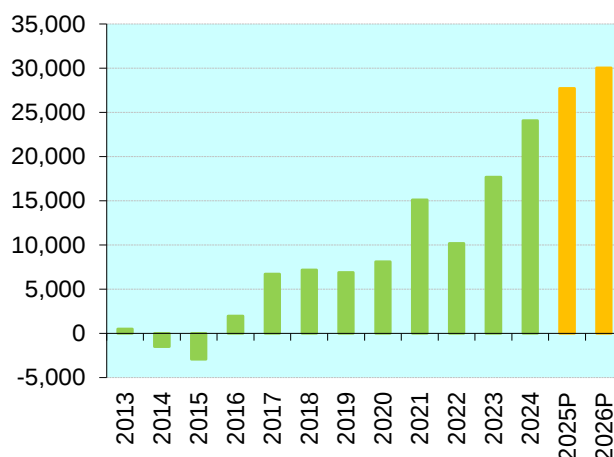
En el caso del cobre, la transformación energética hacia energías renovables parece estar contribuyendo más de lo esperado a dar soporte al precio. Si es así, el cobre podría seguir enfrentando una demanda alta en los próximos años. A esto se suma, en el 2025, la interrupción parcial de producción en la mina de cobre de Freeport, en Indonesia, que representa cerca del 4% de la oferta global de cobre. Según la empresa, la producción no volverá a sus niveles normales hasta 2027, añadiendo presión adicional al precio

Si bien hay fundamentos detrás del alza en los precios de los metales, también es cierto que estos precios han subido mucho y parecen listos para una corrección. Esto es particularmente cierto para el oro y la plata. En cuanto a los metales industriales como el cobre y el zinc, existe el riesgo de que los aranceles y complicaciones geopolíticas impacten con rezago a la economía mundial, llevando a una desaceleración global en el 2026. Dados este contraste entre fundamentos y riesgos, en balance esperamos que los precios de los metales en el 2026 estén por debajo de sus niveles actuales, pero que estén algo más altos en términos de promedio anual (ver cuadro).

Por otro lado, la caída en los precios de bienes importados que ocurrió en el 2025, incluyendo precios claves como petróleo, maíz, trigo y soya, difícilmente se repetirá en el 2026. Varios de estos precios están en niveles insosteniblemente bajos.

Por consiguiente, para el 2026 esperamos una desmejora leve respecto de los términos de intercambio históricos del 2025, aunque los mayores volúmenes exportados permitirían un superávit comercial superior al del año anterior. Esperamos que el valor de exportaciones suba cerca de 5% en el 2026, frente a un estimado de 10% en el 2025, y el valor de importaciones aumente en 3% en el 2026, frente a un estimado de 7% en el 2025.

BALANZA COMERCIAL (en millones de dólares)



Fuente: BCR Proyección: Estudios Económicos-Scotiabank

Otro año más de precios estables e inflación baja

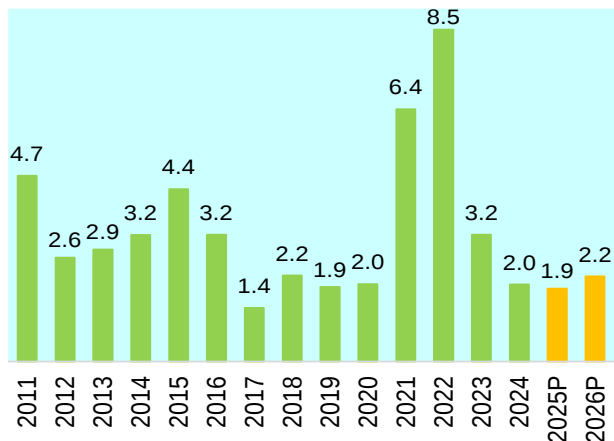
Inflación y tasa de referencia. La inflación se encuentra firmemente dentro del rango meta del BCR de 1% a 3% desde abril de 2024. No se aprecian presiones inflacionarias de parte de la demanda interna en el país, ni tampoco, al menos por ahora, contagio de inflación global. En particular, si bien hay señales incipientes de leve inflación global por efecto de los aranceles en EEUU, no se ha materializado ningún impacto en precios en el Perú. Por consiguiente, esperamos que la inflación sea 1.9% en el 2025 y 2.2% en el 2026.

El riesgo de inflación importada por efecto de aranceles sobre precios en EEUU es de una dimensión mucho menor que cuando se inició la guerra de Ucrania en el año 2022. El inicio de esta guerra tuvo un impacto directo en elevar precios sensibles para el Perú, en particular el petróleo y los *commodities* agrícolas. En cambio, el entorno global actual viene presionando a la baja estos mismos precios. Los precios que sí podrían ser afectados son precios de bienes manufacturados de EEUU, pero estos son productos más fácilmente sustituibles, y que en general tienen un impacto mucho menor en la inflación.

Con la inflación bajo control y la economía creciendo adecuadamente, la tasa de referencia de 4.25% parece estar cerca del nivel de confort del BCR. El BCR ha determinado que la tasa de interés neutral es 2.0%, en términos reales. Dadas expectativas inflacionarias de alrededor de 2.2%, la tasa nominal equivalente a la neutral sería 4.20%, cerca del 4.25% actual.

Hay margen para que las expectativas inflacionarias caigan hasta 2.0%, lo cual abriría un espacio para una reducción adicional. Si la Reserva Federal de EEUU es agresiva en bajar la tasa en dólares, aumentaría la probabilidad de una bajada más del BCR a 4.0%. Nuestra expectativa es que esto ocurra en algún momento en el último trimestre del 2025 o primer trimestre del 2026.

EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN (var. % anual)



Fuente: BCR Proyecciones: Estudios Económicos Scotiabank

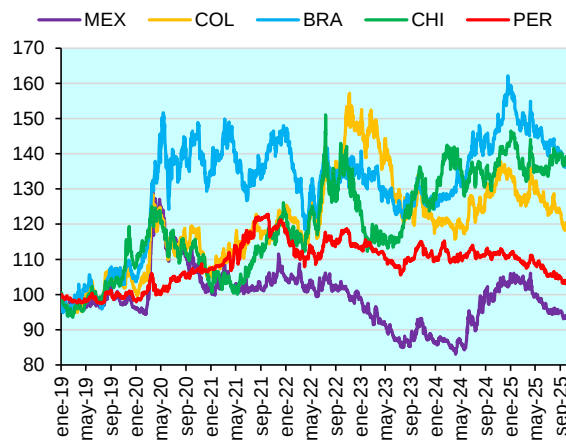
El tipo de cambio. La moneda nacional, el sol, o PEN como se conoce en el mercado cambiario, ha mostrado una combinación sorprendente de fortaleza y estabilidad en el 2025. Fortaleza puesto que se apreció 7.6% en lo que va del año a setiembre (estimamos una apreciación final de 5.2% en el año, con el tipo de cambio de fin de año en S/ 3.56), y estabilidad frente otras monedas pares de la región que también se han apreciado, por lo general, pero con una trayectoria mucho más volátil en el tiempo.

El factor principal detrás de la apreciación del PEN es la debilidad del dólar a nivel global. Puesto que la magnitud y duración de la debilidad del dólar ha sido sorpresiva, no es claro hasta cuándo continuará. Existe un debate entre los analistas respecto de las causas del dólar débil, y si refleja o no un cambio en el rol del dólar como moneda mundial.

El segundo factor detrás de la apreciación de PEN ha sido los fundamentos tan favorables detrás, dada la fortaleza de las cuentas externas del Perú, especialmente en términos de bienes y servicios, a lo cual se agrega un contexto de flujos de capital positivo.

Muchos de estos factores continuarán en el 2026. Sin embargo, habrá elecciones con un alto grado de incertidumbre, y según los precedentes, usualmente el tipo de cambio sube (el PEN se deprecia) en los meses previos a un proceso electoral. Es por esto que esperamos que el tipo de cambio suba hacia fines del 2025 y entrado el 2026. Una vez realizadas las elecciones, el tipo de cambio seguirá subiendo o corregirá dependiendo de los resultados electorales, por lo que es más difícil prever qué pasará. Nuestra proyección de S/ 3.60 para fines del 2026 es meramente indicativa. Por otro lado, si bien los precedentes indican un impacto electoral negativo sobre el tipo de cambio, también es cierto que nunca ha habido unas elecciones con cuentas externas tan fuertes como ahora, lo cual podría moderar el impacto pre y post electoral.

LATAM: EVOLUCIÓN TIPOS DE CAMBIO (índice Dic-18=100)



Fuente: Bloomberg, Estudios Económicos Scotiabank Perú

Los márgenes de error del 2026

Las predicciones económicas son siempre más difíciles cuando se trata de un año electoral. Las posibilidades son, con frecuencia, dicotómicas. Si el gobierno resultante es percibido como serio, responsable y con capacidad de gestión estatal, las expectativas económicas podrían volverse muy favorables. Si, en cambio, el gobierno resultante se percibe como anti-mercado, populista, vinculado a grupos de interés y con una cuestionable capacidad de gestión estatal, las proyecciones tendrían que ser mucho más conservadoras y cautelosas. Para el 2026, los riesgos y sesgos existen para ambos lados.

El contexto global seguirá dando soporte. Los términos de intercambio tan favorables que tiene el país actualmente podrían potenciar enormemente a la economía de ocurrir el escenario más positivo, y podría limitar el impacto perjudicial de un escenario más nocivo.

Nuestras proyecciones para el 2026 no parecen demasiado diferentes a los estimados para el 2025. Lo que hay que recordar, sin embargo, es que, dada la dicotomía de posibilidades post electoral, los márgenes de error en las proyecciones económicas son más amplios de lo usual. Por lo pronto, nuestras proyecciones reflejan el supuesto, inevitablemente atemperado, de un punto intermedio en nuestra consideración post electoral, con una economía beneficiada por los precios de metales globales y por la estabilidad de precios internamente, pero que crece a una velocidad por debajo de sus posibilidades.

Los retos persisten: cómo fortalecer la institucionalidad, cómo promover la inversión y ampliar la infraestructura productiva, cómo asegurar una continuidad en la política económica, cómo desligar a la clase política de intereses de grupo, cómo absorber y formalizar a la economía ilegal, en particular la minería, separándola de asociaciones con la criminalidad. En fin, cómo, desde la política económica, amplificar e intensificar la mejora en el bienestar de la población.



Banca Corporativa y Comercial

Maricela Panduro	Vicepresidente Banca Corporativa y Mercado de Capitales
Carlos Correa	Vicepresidente Banca Comercial e Institucional

Estudios Económicos

Guillermo Arbe	Gerente Principal	211-6052
Pablo Nano Cortez	Sub Gerente Economía Real /Sectorial	pablo.nano@scotiabank.com.pe
Ricardo Avila	Manager Economía Monetaria/Mercados Financ.	ricardo.avila@scotiabank.com.pe
Katherine Salazar	Analista Sectores Primarios / Commodities	katherine.salazar@scotiabank.com.pe
Carlos Asmat	Analista Sectores No Primarios	carlos.asmat@scotiabank.com.pe
Grecia Fajardo	Analista Sistema Financiero	grecia.fajardo@scotiabank.com.pe

Global Capital Markets Peru

Fernando Suito	Head Sales and Trading
----------------	------------------------

Trading

Jean Pierre Abusabal	Associate Director Fixed Income
Daniel Defago	Associate FX Trading
Gabriel Quispe	Associate Fixed Income
Paulo Lazaro	Associate FX Trading

Sales

Catalina Sardá	Director Head Inst. Corp. Sales & Derivatives	202-2710
Irene De Velasco	Director Institutional Sales	202-2700
Mariana García	Associate Institutional Sales	202-2700
Mariana Cáceres	Associate Analyst Institutional Sales	202-2727
Francisco Cadarso	Analyst Institutional Sales	202-2700
Giannina Mostacero	Associate FX Sales	202-2710
Maria Chavarri	Associate Analyst FX Sales	202-2710
Natalia Herrán	Head Corporate & Derivatives	202-2700
Katherina Centeno	Associate FX Sales	202-2700
Takeshi Miyamoto	Associate FX Sales	202-2700
Alejandra Alvarado	Associate FX Sales	202-2700
Nicolás Macarachvili	Associate FX Sales	202-2700
Eduardo De las Casas	Associate Risk Solutions	202-2710
Wenceslao Aste	Director Head SMEs & Personal Banking	202-2727
Roberto Carranza	Associate Senior FX Sales	202-2727
Luis Miguel Arbulú	Associate FX Sales	202-2727
Victor Ganoza	Associate Analyst FX Sales	202-2700
Diego Rubio	Associate Analyst FX Sales	202-2727
Jhonatan Flores	Associate FX Sales	211-6000
Carlos Flores	Associate FX Sales	211-6000
Miguel Shinno	Associate FX Sales	202-2727



José Luis Guinand Llosa	Gerente General	211-6040 ax. 17825
Pamela Sáenz León	Head Trader Scotia Bolsa	211-6040 ax. 17816