



CredicorpCapital

BCP



Reporte Trimestral Macroeconómico

Factores políticos jugando un
creciente rol sobre el *outlook*
económico

Diciembre 19 de 2025

Credicorp Capital Macro Research

Resumen ejecutivo

Factores políticos jugando un creciente rol sobre el *outlook* económico

[p.3](#)

Perú

2026: tercer año consecutivo de crecimiento cercano al 3.5%

[p.37](#)

Internacional

Economía mundial resiliente en 2025, se anticipa un 2026 similar

[p.7](#)

Argentina

Rumbo a una macroeconomía más estable y predecible

[p.47](#)

Chile

Un potencial shock de confianza derivado del panorama político

[p.21](#)

Brasil

Cautela monetaria frente a una política fiscal laxa

[p.56](#)

Colombia

Todo gira en torno a las cuentas fiscales y las próximas elecciones

[p.29](#)

México

Posicionamiento estratégico frente a la revisión del T-MEC en un ciclo más débil

[p.64](#)

Resumen ejecutivo



- **Internacional:** Economía mundial resiliente en 2025, se anticipa un 2026 similar. La economía mundial se mostró resiliente este año y cerraría el 2025 con un crecimiento anual de 3.2%, igual a lo proyectado en oct-24 por el FMI (abr-25: 2.8%). La expectativa de mayor desaceleración no se materializó pese al aumento de barreras comerciales y significativa incertidumbre por un conjunto de políticas del gobierno de Trump; la tasa de arancel efectiva de EE.UU. subió menos de lo que se esperaba (actual según GS: 13% vs más de 20% esperado en el peor momento). Paralelamente, la solidez de los mercados laborales globales respaldó el consumo privado, en especial, de servicios. Inversión importante en IA, políticas monetarias menos restrictivas y condiciones financieras más flexibles, también contribuyeron. Para el 2026, se continúa anticipando un crecimiento económico resiliente (alrededor del tendencial de 3%) favorecido por el rezago de los recortes de tasa de política monetaria del 2025 y el estímulo fiscal de las principales economías desarrolladas (EE.UU. y Alemania). Habría, además, menor preocupación por las políticas de EE.UU. previo a las elecciones parlamentarias de medio término en nov-26 dada la presión que enfrenta Trump relacionado con la "asequibilidad", lo que podría limitar la implementación de políticas que perjudiquen la actividad o eleven los precios. En el caso de China, el FMI revisó al alza su proyección de crecimiento a 4.5% en 2026 y 5.0% en 2025, apoyado en exportaciones más fuertes, estímulo fiscal y menores aranceles tras la tregua comercial. Sin embargo, advierten que la demanda interna sigue frágil por la prolongada crisis inmobiliaria y presiones deflacionarias. Por el lado de política monetaria, los BCs llevarían su postura a neutral en 2026. El mercado, según futuros, ha puesto en precio 2 recortes de tasa FED, entre 2-3 recortes del BoE, ninguno del BCE y un aumento del BoJ (adicional al de dic-25). Este entorno, junto con déficits fiscales altos en EE.UU., podría continuar presionando al dólar global, aunque la depreciación no sería tan fuerte como la de este año (-10% YTD). Los principales riesgos para el 2026 son: i) burbuja IA explota generando una corrección en los índices bursátiles, mayor aversión al riesgo global y menor inversión; ii) una aceleración de la inflación en EE.UU. por un consumo más fuerte que lo anticipado que evite que la FED recorte tasa o, incluso la tenga que elevar y iii) reemplazo de Powell en la presidencia de la FED reduce su independencia. Además, dado que los inversionistas se han posicionado para una aceleración de ganancias *en equity* y *commodities*, cualquier decepción en los datos económicos podría desencadenar una corrección significativa.
- **Commodities:** Los metales consolidaron un año histórico, mientras que el petróleo profundizó su caída. En el 4T25, el oro y la plata alcanzaron máximos históricos en USD/oz. 4,382 y USD/oz. 67, respectivamente. YTD, el oro sube 65% y la plata 121%. El oro se vio impulsado por recortes de tasa de la FED, debilidad del dólar, compra de ETFs en máximos y compras récord de Bancos Centrales (oct-25 fue el mes con mayor adquisición neta en 54 tm; YTD: 254 tm). Factores técnicos y preocupaciones fiscales en EE.UU. también reforzaron la demanda. La plata comparte los drivers, a excepción de la demanda de BCs que es compensada por su uso industrial (p.e. en energía renovable). Al evidenciarse que el precio de la plata estaba rezagado del *rally* del oro en abril, los flujos se dirigieron a la plata impulsando un aumento significativo del precio, lo que gatilló un *short squeeze* en el LBMA, amplificando la presión alcista. El *momentum* en el precio también ha generado que cualquier toma de ganancias sea revertida rápidamente. Los fundamentos siguen siendo favorables para los metales preciosos aunque el riesgo de una corrección luego de un año tan positivo existe. Por su parte, el precio del cobre también marcó máximos históricos (USD/lb. 5.39 el 11-dic), apoyado por disruptores de oferta, transición energética y dólar débil (DXY -9% YTD), con proyecciones alcistas para 2026 (Citi: 5.78; JPM: 5.48; GS: 5.17), aunque persisten riesgos como posibles aranceles y migración de inventarios hacia COMEX. En contraste, el precio del petróleo WTI cayó 11% en lo que va del 4T25 y 23% en el año, cotizando en USD/bl. 56, mínimos desde 2021, presionado por sobreoferta de la OPEP+, menor riesgo geopolítico y expectativas de superávit físico. Para 2026, el consenso proyecta un precio promedio de USD/bl. 59.4, en un contexto donde la IEA anticipa un superávit de 3.8 MM bpd frente a los 60 mil bpd estimados por la OPEP+, mientras que precios bajos podrían favorecer al gobierno de Trump en las elecciones de medio término.

Economías Andinas

- **Chile: Un potencial shock de confianza derivado del panorama político.** En la elección presidencial —la primera con voto obligatorio—, el candidato de derecha José Antonio Kast triunfó sobre la candidata de izquierda Jeannette Jara, con el 58% de los votos. El desempeño de Kast superó ligeramente las encuestas y se aseguró victorias en todas las regiones, impulsando las expectativas a corto plazo. Sin embargo, el progreso legislativo podría verse obstaculizado por un Congreso fragmentado, con los inversores atentos a la composición del gabinete y la estabilidad de la coalición. Las expectativas de la población se centran en la seguridad y la migración, mientras que la política fiscal se perfila como una prioridad clave, ya que la nueva administración planea ajustes significativos del gasto. En el ámbito económico, el crecimiento del PIB del 3T25 se ubicó bajo las expectativas debido a un accidente en el sector minero; sin embargo, el PIB no minero superó expectativas, con la inversión desempeñando un papel crucial. Mantenemos la proyección del PIB para este año en 2.4%. Para 2026, esperamos que el crecimiento se acelere al 2.7%, impulsado por una dinámica inversión en minería y energía, una mayor confianza de empresarios y consumidores, y términos de intercambio favorables. Una rápida implementación del subsidio a la tasa hipotecaria podría impulsar la inversión en construcción en el 2S26. Durante varios meses, la inflación se ubicó algo por debajo de las expectativas, con una inflación anual estable en 3.4%. Menores presiones de costo llevaron al BCCh a revisar a la baja sus proyecciones, con la meta de inflación del 3% adelantándose al 1T26 y se mantenga cerca de ese nivel hasta mediados de año, con riesgos equilibrados. Proyectamos un IPC en 3.2 a dic-26. El BCCh redujo la TPM a 4.5% en dic-25, y en nuestra opinión, el forward guidance es neutral, con una TPM que probablemente se mantendrá estable salvo grandes shocks. La posición fiscal de Chile se ha debilitado, con un déficit estructural estimado para 2025 del 2.2% del PIB, por encima de la meta por tercer año consecutivo. Lograr la credibilidad fiscal requerirá una mayor consolidación y cooperación bipartidista. Para el próximo año proyectamos un déficit fiscal de 2% del PIB y un USDCLP en \$900 a dic-26.
- **Colombia: Todo gira en torno a las cuentas fiscales y las próximas elecciones.** El PIB creció 2.8% YTD en el 3T25, con el consumo como el principal motor de la actividad y del significativo aumento de la demanda interna. Por el lado del consumo privado, el dinamismo se explica por la mejora del mercado laboral, remesas de trabajadores en niveles históricos y transferencias gubernamentales, entre otros factores. Por su parte, el consumo público ha contribuido significativamente al crecimiento del PIB en medio del continuo deterioro fiscal y la renuencia del gobierno a realizar recortes de gasto. Por el contrario, la inversión sigue rezagada debido a tasas de interés aún elevadas, mayores riesgos regulatorios y ruido político. Debido al dinamismo del consumo, recientemente ajustamos nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2025 de 2.3% al 2.7%. Para 2026, también estimamos un 2.7%. La inflación YTD se ubica en 4.8%, +10 pbs con respecto a la cifra registrada hace un año. Parte del estancamiento en el proceso de desinflación se explica por un repunte en la inflación de alimentos. Más críticos resultan los efectos de indexación derivados de una inflación persistentemente alta y aumentos del salario mínimo (SM) económicamente inconsistentes. Así, el ajuste del SM para 2026 será un factor clave para las expectativas de inflación. Pronosticamos que la inflación cerrará 2025 en 5.1%. Asumiendo un ajuste del SM del ~12%, revisamos nuestra estimación de inflación para 2026 del 4.1% al 4.6%. En este contexto, y considerando una sólida demanda interna y el continuo deterioro de las cuentas fiscales, ahora esperamos que el BanRep mantenga inalterada la tasa Repo en 9.25% durante la mayor parte de 2026, con un balance de riesgos sesgado hacia aumentos de tasas dependiendo en gran medida del ajuste del SM. Es probable que el déficit fiscal de 2025 se ubique cerca del 6.2% del PIB, por debajo de la estimación de 7.1% incluida en el MFMP 2025 y de nuestra propia estimación (7.8%), debido a los efectos contables de las operaciones de manejo de deuda (OMD) realizadas por el Ministerio de Hacienda, que resultarán en una reducción significativa de los pagos de intereses de ~1.5% del PIB. Sin embargo, este efecto se verá parcialmente compensado por un aumento del déficit primario a cerca del 3% del PIB (proyección anterior: 2.4%) dado al mayor gasto. Asimismo, la deuda pública neta se situará en torno al 57% del PIB este año, ~4pp por debajo de la estimación anterior. Dicho esto, los riesgos seguirán siendo elevados, ya que se requiere una reducción estructural del déficit primario para evitar que se reanude un aumento pronunciado de la deuda neta. En ausencia de nuevas OMD, el déficit fiscal podría alcanzar el 7% del PIB en 2026. La incertidumbre es alta para el dólar en medio del ruido político, fiscal y regulatorio (incluida la posibilidad de que el gobierno decrete que los fondos de pensiones aumenten su exposición a activos locales). Hasta que tengamos mayor claridad, estimamos que el USDCOP se ubique en torno a 4,200 para dic-26 (promedio 2026: 4,050).

■ **Perú: 2026: tercer año consecutivo de crecimiento cercano al 3.5%.** En 2026 el PIB crecerá entre 3.2% y 3.5%, y con ello se registrarán tres años consecutivos creciendo en torno de 3.5%. Los principales factores que sostienen este crecimiento son: i) vientos externos positivos por términos de intercambio en niveles máximos y menores tasas externas, ii) el impulso favorable derivado de la maduración del ciclo económico, iii) inflación controlada (total y core incluso por debajo del punto medio del rango meta), lo que favorece la recuperación del salario real, iv) aceleración en la originación de créditos en línea con una mayor demanda agregada y una mejor salud financiera de los agentes económicos, y v) expectativas económicas que se mantienen en terreno optimista y han continuado mejorando durante el año. Adicionalmente, un nuevo ciclo de inversión minera reforzará la actividad económica. No obstante, persisten tres riesgos domésticos relevantes: i) los resultados de las elecciones generales (primera vuelta en abril de 2026 y segunda en junio), ii) la mayor competencia para las industrias locales derivada de un incremento en las importaciones chinas (y un Sol más apreciado), y iii) el clima y "El Niño". A esto se suma el entorno internacional con discusiones sobre un excesivo optimismo en las valoraciones bursátiles o un nuevo presidente de la FED muy dovish, entre otros. Dicho esto, el Perú apenas está recuperando terreno frente a otras economías latinoamericanas tras la pandemia (considerando la recesión de 2023), por lo que asumir una mayor convergencia es razonable. Si los precios de los commodities se mantienen fuertes y los resultados electorales impactan positivamente la inversión privada, el Perú podría incluso crecer por encima de su promedio de largo plazo (últimos 100 años) cercano al 4%. En cuanto a la inflación, esperamos que la inflación se acelere gradualmente hasta 2% a lo largo de 2026. Para moderar la reciente apreciación del PEN (10% YTD), el BCRP ha comprado USD 1,384 millones en el mercado spot durante el 4T25 y ha reducido sus "swaps cambiarios" de PEN 48 a PEN 23 mil millones. Además de intensificar el uso de esas herramientas en el 2026, un contexto de términos de intercambio históricamente altos podría llevar al BCRP a reducir aún más el diferencial de su tasa frente a la FED (hoy 4.25% vs 3.75%). Así, en la medida que la FED recorte más su tasa, el BCRP podría optar por un recorte adicional de 25pbs y llevar la tasa de referencia de 4.25% a 4.00% en el 2026. Finalmente, esperamos que el USDPEN cierre 2026 en torno a 3.30-3.35 pero si los precios de los metales de exportación continúan al alza, el USDPEN rompería el nivel de 3.30.

Economías Ex- Andinas

■ **Argentina: Rumbo a una macroeconomía más estable y predecible.** Tras la victoria legislativa de oct-25, interpretada por el Gobierno como un respaldo social al ajuste y a la agenda reformista, el Ejecutivo buscó capitalizar el resultado avanzando en consensos con gobernadores moderados y enviando al Congreso la reforma laboral, orientada a flexibilizar el mercado de trabajo, reducir costos legales y burocráticos y fomentar la formalización, con probabilidades razonables de aprobación pese a la resistencia sindical. Por su parte, la recuperación de la actividad superó las expectativas, con el PIB creciendo 5.2% YTD al 3T25. Tras revisiones al alza y un mejor cierre de año, mantenemos nuestra estimación de crecimiento de 4.6% para 2025, impulsado por sectores exportadores y capital-intensivos, mientras que el consumo ha seguido contenido por tasas reales elevadas y una recuperación del ingreso aún incompleta; en 2026 proyectamos una expansión de 3.9%, en un año de transición donde la sostenibilidad del crecimiento dependerá de la consolidación del crédito, la inversión y una menor volatilidad macro. La inflación continuó desacelerándose con fuerza, desde 117.8% a/a en dic-24 a 31.4% en nov-25, con registros mensuales en torno al 2%, apoyada en el ancla fiscal y una política monetaria contractiva. Con la desaceleración del ajuste tarifario, proyectamos una inflación de 17% a dic-26. En materia monetaria, tras una fase preelectoral de tasas excesivamente altas bajo el esquema de control de agregados monetarios, el BCRA adoptó un enfoque más pragmático, permitiendo una normalización gradual y una caída de las tasas reales, con perspectivas de niveles de un dígito en 2026, condición clave para reactivar el crédito, aunque persisten desafíos estructurales como encajes elevados y baja demanda de ARS en la economía. En el frente fiscal, el superávit primario acumulado alcanzó 1.7% del PIB a nov-25, haciendo factible cumplir la meta anual de 1.5%-1.6%, apoyado en una fuerte contracción del gasto (subsidios -41.4% y gasto de capital -32.3%), mientras que los elevados vencimientos de deuda en 2026 (USD 20,000 MM) que ya parecen cubiertos, refuerzan la necesidad de acceso a los mercados internacionales para reducir costos de financiamiento; estimamos que la deuda bruta se reduzca de 73.1% del PIB en 2025 a 68.6% en 2026. Finalmente, en FX, el contraste entre la visión convencional y la estructural se tradujo en medidas concretas: ajuste de las bandas cambiarias por inflación rezagada y un programa de acumulación de reservas por USD 10,000 MM-17,000 MM; con un déficit de cuenta corriente acotado y flujos externos relativamente estables, esperamos presiones cambiarias graduales y proyectamos un USDARS de 1,590 a dic-26.

Resumen ejecutivo



- **Brasil: Cautela monetaria frente a una política fiscal laxa.** La evolución de las cuentas fiscales continúa siendo el factor clave en el análisis de esta economía. En el informe bimestral de nov-25 el Gobierno Federal anunció una reducción en el congelamiento de gastos respecto al informe de sep-25, asociada a mejores perspectivas de ingresos tras la ratificación del Impuesto sobre las Operaciones Financieras (IOF). Sin embargo, los riesgos fiscales son latentes, dados los ajustes contables vinculados a la enmienda constitucional que permite excluir del balance primario los pagos derivados de procesos judiciales, lo que hace que las cuentas luzcan temporalmente menos deterioradas. Consideramos que la sostenibilidad fiscal sigue siendo preocupante debido a la ausencia de ajustes estructurales y a la temporada electoral que limitará el calendario legislativo. En este contexto, el Banco Central de Brasil (BCB) cerró el año según lo previsto, dejando la tasa en 15% y manteniendo un tono de cautela para evaluar los efectos del avanzado ciclo de política monetaria, en medio de una alta incertidumbre fiscal, expectativas de inflación desancladas y una desaceleración gradual de la actividad económica. Para 2026, estimamos que el BCB iniciará su ciclo de flexibilización monetaria en el 1T26, conforme la inflación transite hacia una moderación sostenida y converja hacia la meta. Prevemos que la tasa cierre en torno al 12%. La economía creció 1.8% a/a en 3T25 (2T25: 2.4%), explicado por una desaceleración en el consumo de los hogares, que se situó en 0.4% a/a (2T25: 1.8%), ante una inflación elevada y condiciones financieras restrictivas. La inversión registró un crecimiento de 2.3% a/a (2T25: 4.1%), mientras que el gasto del Gobierno aumentó 1.8% a/a (2T25: 0.9%), vinculado a reducciones en los montos de congelamiento de gastos. Mantenemos la expectativa de crecimiento en 2.1% para 2025, respaldada por el desempeño positivo del 1S25, aunque esperamos que la desaceleración en curso se intensifique en 2026, por lo que estimamos un crecimiento de 1.8%. Proyectamos que la inflación se ubique en 4.5% en dic-25, justo en el límite superior del rango objetivo del BCB (1.5%-4.5%), debido a una menor volatilidad en las tarifas eléctricas y a cierta moderación en servicios, aunque estos últimos permanecen en niveles elevados, dificultando un proceso de desinflación más rápido. Para 2026, prevemos una reducción gradual conforme se evidencien los efectos del prolongado ciclo de tasas elevadas, con un cierre estimado en 4.1%. La volatilidad del BRL se ha moderado debido a la debilidad del dólar y al atractivo diferencial de tasas. Ajustamos la estimación del USDBRL a 5.5 para dic-25 y para dic-26 la mantenemos en 5.7.
- **México: Posicionamiento estratégico frente a la revisión del T-MEC en un ciclo más débil.** De cara a la revisión del T-MEC en 2026, las relaciones México-EE.UU. se han vuelto más tensas, en la medida en que las discusiones comerciales se han vinculado a las demandas de EE.UU. en materia de seguridad, migración y control del fentanilo. Si bien la administración Trump ha recurrido reiteradamente a la amenaza de aranceles como herramienta de negociación, las medidas más punitivas no se han materializado, lo que ha evitado un choque comercial inmediato, pero ha elevado la incertidumbre para exportadores y para la toma de decisiones de inversión. La actividad económica permanece débil, con un crecimiento del PIB de apenas 0.1% acumulado hasta el 3T25; proyectamos un crecimiento de 0.3% para el año completo, apoyado principalmente por los servicios y por exportaciones manufactureras resilientes, en particular en sectores no automotrices como equipo de cómputo, mientras que la demanda interna continúa rezagada por un consumo estancado y una fuerte caída de la inversión. Para 2026, estimamos un crecimiento de 1.5%, impulsado por una baja base de comparación, la posición favorable de México en las cadenas de suministro de EE.UU., la sustitución gradual de exportaciones chinas y algunos apoyos transitorios, como la Copa Mundial de fútbol y proyectos de infraestructura pública, a pesar de la persistente incertidumbre comercial. La inflación general ha descendido debido a la moderación del componente no subyacente, pero la inflación subyacente se mantiene elevada, manteniendo la inflación por encima del objetivo de Banxico (2025E: 3.8%; 2026E: 4.0%). En este contexto, anticipamos que Banxico mantenga un enfoque dependiente de los datos, con la tasa de política alcanzando 6.50% en dic-26. Un ciclo de recortes más profundo por parte de la Fed podría abrir espacio adicional para la flexibilización monetaria en México; sin embargo, la persistencia de la inflación subyacente y las presiones por costos laborales limitarán el margen para una relajación más agresiva en 2026. Las cuentas fiscales se han fortalecido recientemente gracias a mayores ingresos tributarios no petroleros y una contención selectiva del gasto, aunque la estrategia hacia Pemex continúa enfocada en la estabilización financiera más que en una reforma estructural. El MXN se ha apreciado cerca de 16% en lo que va del año, apoyado por la debilidad del USD y tasas reales elevadas; no obstante, la relajación monetaria y fundamentos más débiles sugieren mayor volatilidad cambiaria hacia adelante. Bajo un escenario constructivo en la revisión del T-MEC, proyectamos un USDMXN de 19.10 al cierre de 2026.

Internacional

Resiliencia global y nuevos desafíos

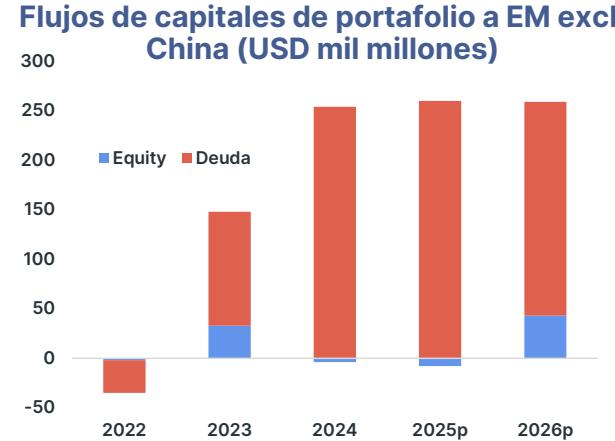
Índice

Mundo: 2025 sorprendió; crecimiento del 2026 sería similar, aunque persiste incertidumbre

■ La economía mundial se mostró resiliente este año y cerraría con un crecimiento anual de 3.2%, igual a lo proyectado en oct-24 por el FMI (abr-25: 2.8%). La expectativa de mayor desaceleración no se materializó pese al aumento de barreras comerciales y significativa incertidumbre por un conjunto de políticas del gobierno de Trump (ver gráfico). Según JPMorgan, esto habría respondido a la flexibilidad y capacidad, del lado de la oferta, de responder de manera rápida ante *shocks*. La tasa de arancel efectiva de EE.UU. también subió menos de lo que se esperaba (actual según GS: 13% vs más de 20%). Paralelamente, la solidez de los mercados laborales globales respaldó el consumo privado, en especial, de servicios (ver gráfico). Inversión importante en IA, políticas monetarias menos restrictivas y condiciones financieras más flexibles, también contribuyeron.

■ Para los EM, la combinación de fundamentos macroeconómicos resilientes, rendimientos reales aún elevados y un entorno relativamente benigno de tasas globales prolongó el momento Goldilocks. Según el IIF, los flujos de capitales (FDI + portafolio) no residentes a EM alcanzaron USD 1.19 billones, por encima del promedio largo pre 2019 de USD 700-800 mil millones.

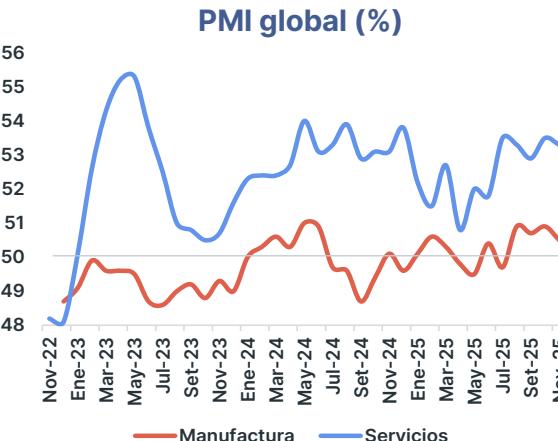
■ Para el 2026, se continúa anticipando un crecimiento económico resiliente (alrededor del tendencial de 3%) favorecido por el rezago de los recortes de tasa de política monetaria del 2025 y el estímulo fiscal de las principales economías desarrolladas (EE.UU. y Alemania).



■ Habría, además, menor preocupación por las políticas de EE.UU. previo a las elecciones parlamentarias de medio término en nov-25 dada la presión que enfrenta Trump relacionado con la "asequibilidad", lo que podría limitar la implementación de políticas que perjudiquen la actividad o eleven los precios.

■ Los BCs llevarían su postura a neutral en 2026. El mercado, según futuros, ha puesto en precio 2 recortes de tasa FED, entre 2-3 recortes del BoE, ninguno del BCE y un aumento del BoJ (adicional al de dic-25). Este entorno, junto con déficits fiscales altos en EE.UU., podrían continuar presionando al dólar global, aunque la depreciación no sería tan fuerte como la de este año (-10% YTD). Así, la búsqueda por diversificación fuera de activos en USD continuaría favoreciendo a EM, donde países productores de metales se verían particularmente beneficiados dadas las perspectivas favorables para ese grupo de *commodities*.

■ Los principales riesgos para el 2026 son: i) burbuja IA explota generando una corrección en los índices bursátiles, mayor aversión al riesgo global y menor inversión; ii) una aceleración de la inflación en EE.UU. por un consumo más fuerte que lo anticipado que evite que la FED recorte tasa o, incluso la tenga que elevar y iii) reemplazo de Powell en la presidencia de la FED reduce su independencia (aunque este riesgo se ha reducido luego del aumento de la probabilidad de que Kevin Warsh ocupe esa posición - ver lámina FED).



País	Evento
EE.UU.	21-ene (Audición SCOTUS sobre destitución de Lisa Cook - gobernadora de la FED) Mayo (Powell deja la presidencia de la FED) Noviembre (Elecciones Congresales)
Perú	12-abr (1era vuelta) 7-jun (2da vuelta) 4-oct (regionales y municipales)
Colombia	31-may (1era vuelta) 21-jun (2da vuelta)
Brasil	4-oct (1era vuelta) 25-oct (2da vuelta)

EE.UU.: el 2025 sorprendió al alza; en 2026 el consumo privado será clave



▪ En 2025, el crecimiento sorprendió al alza; cerraría el año en 2.0% vs estimados de 1.5% en may-25, luego del *Liberation Day*. Incluso, pudo haber sido mayor si el cierre del gobierno no hubiese durado 43 días entre oct y nov (el más largo en la historia). Según el CBO, esto le restaría entre 1.0-2.0 pp al PIB del 4T25 (aporte positivo en 1T26). Los factores del crecimiento mejor a lo esperado son:

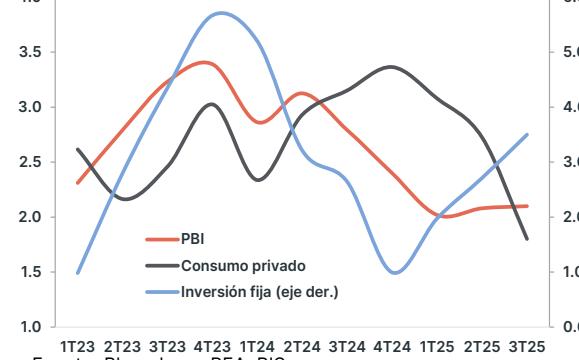
- i) des escalamiento de las tensiones comerciales con China (actual tregua comercial hasta nov-26) y acuerdos comerciales con UE, Japón, UK, Vietnam, entre otros, que redujo la incertidumbre;
- ii) un consumo privado que si bien se desacelera (ver gráfico) sigue creciendo a un buen ritmo en t/t desestacionalizado anualizado (2.5% SAAR en 2T25 y 2.7% en 3T25) pese al enfriamiento del mercado laboral y caída de la fuerza laboral por políticas migratorias restrictivas;
- iii) boom de inversión en IA (en 1S25, el crecimiento de la inversión privada se debió a equipos de procesamiento de información y software, ver gráfico)
- iv) rally de los índices bursátiles desde may-25 (S&P500: +16% YTD).

Para el 2026, el consenso de analistas anticipa un crecimiento del PIB de 1.9% y la probabilidad de recesión es de 28% según Polymarket. Si bien la inversión en IA continuaría creciendo a buen ritmo, no lograría contrarrestar las caídas anticipadas en el resto de inversión como para elevar el crecimiento total de la inversión por

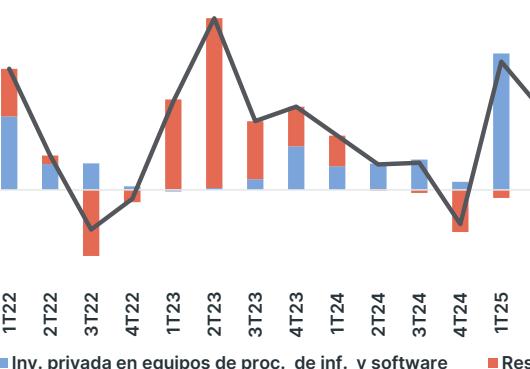
encima del 3% a/a (promedio 2019-2T25; excluyendo 2020-2021).

- La clave será el consumo privado (~70% del PIB). Hay señales mixtas respecto a sus perspectivas. Por el lado positivo: i) según BofA, los consumidores recibirán cerca de USD 100 mil millones (0.3% del PIB) en estímulo fiscal de la Ley *One Big Beautiful Bill*, con ~2/3 de ese monto un reembolso por impuestos ya pagados por medidas con efecto retroactivo y; ii) los recortes de 75 pbs. de tasa FED desde sep-25 (-175 pbs. acumulado desde sep-24) impulsarían la actividad hacia el 2S26. Por el lado negativo: i) el efecto sobre los precios de los mayores aranceles continuaría afectando durante el 1S26; aquellas empresas que aún no han trasladado los mayores costos podrían verse en la necesidad de hacerlo y ii) el riesgo de una corrección en el equity es no menor, según el BIS (ver gráfico). De darse, impactaría negativamente a través del efecto riqueza, sobre todo de hogares de ingresos medios-altos (80% del consumo); la solidez del consumo de estos compara con dificultades en los de ingresos bajos (*K-shaped economy*).
- Hay 3 eventos importantes que podrían elevar la incertidumbre en 2026: la decisión sobre la legalidad de los aranceles impuestos bajo la Ley de Poderes económicos de emergencia internacional (IEEPA), el reemplazo de Powell en la presidencia de la FED (ver lámina FED) y la orientación de las políticas de Trump previo a las elecciones de medio término (nov-26).

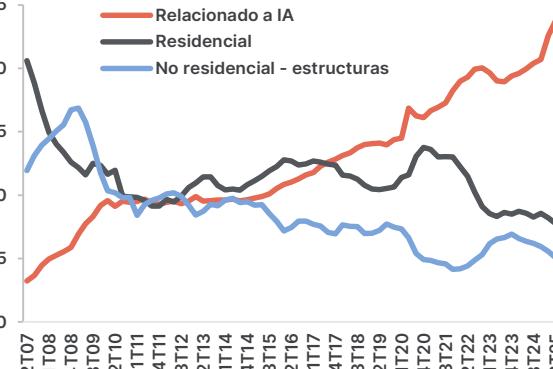
PIB y componentes de demanda (var. % a/a)



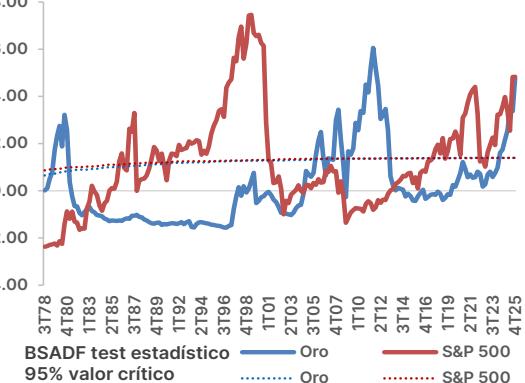
Inversión privada (var. % a/a y contribución en pp.)



% de los componentes de inversión sobre el total de inversión



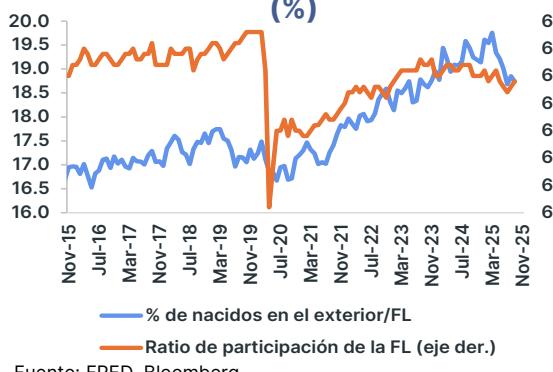
BIS: Comportamiento del S&P 500 y oro



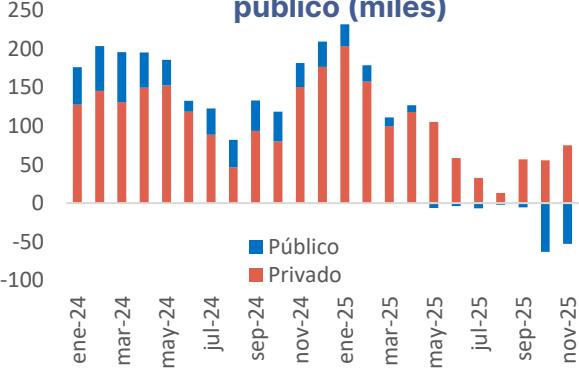
EE.UU.: menor oferta y demanda de mano de obra e inflación aún por encima de la meta

- En 2025, el mercado laboral se vio afectado por la política anti migratoria y reducción del tamaño del estado del presidente Trump. Esto, junto con la parte tardía del ciclo económico en el que se encuentra EE.UU. generó un equilibrio curioso de menor oferta y menor demanda de empleo. El % de nacidos en el exterior de la fuerza laboral bajó a mínimos desde oct-23, con una caída notoria de 1pp. entre mar-25 y jul-25, mientras que la tasa de participación de la fuerza laboral cayó a mínimos desde nov-22 (ver gráfico).
- Además, si bien en nov-25, la tasa de desempleo subió a 4.6%, máximo de cuatro años, aún es históricamente baja. La caída de la FL permitió que la moderación en la creación de empleos no se reflejara en un aumento mayor del desempleo. Los estimados de la creación de empleos mensual necesaria para que la tasa de desempleo se mantenga estable (breakeven rate) han caído a alrededor de 50 mil vs 150 mil pre pandemia.
- Por su parte, la creación de empleos netos se desaceleró notablemente. El promedio 3m de NFP pasó de alrededor de 110 mil en mar-25 a 22 mil en nov-25, arrastrado por la contracción del empleo en el sector público. En el sector privado, el entorno se caracterizó como uno de "low-hire, low-fire". El promedio 3m pasó de 100 mil en ene-25 a 13 mil en ago-25 y 75 en nov-25 (ver gráfico). Las peticiones continuas de desempleo (vinculado a despidos) han subido pero siguen alrededor de mínimos de ciclos expansivos previos (ver gráfico).

Fuerza laboral y nacidos en el exterior (%)



Promedio 3m NFP del sector privado y público (miles)

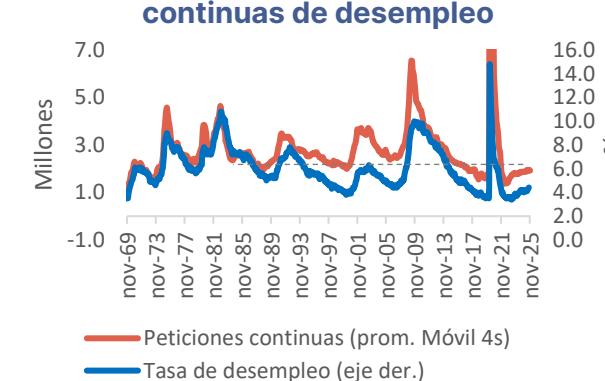


■ El crecimiento de los salarios nominales a/a se ha moderado gradualmente a lo largo del año y los salarios reales a/a han seguido positivos, lo que ha contribuido con mantener el consumo privado resiliente (2.7% SAAR en 3T25).

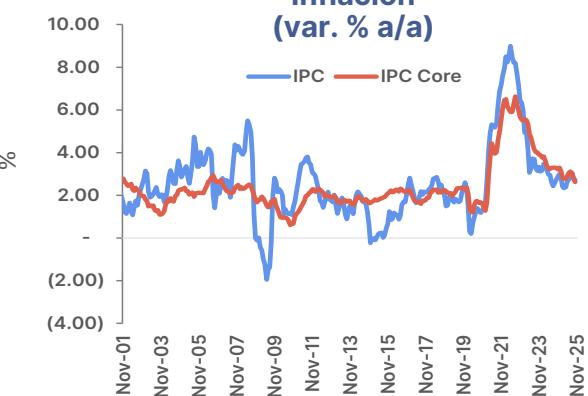
■ Por el lado de inflación, dado que no se pudo recolectar información durante el shutdown, para oct-25 el BLS asumió variación 0.0% m/m y el dato de nov-25 fue considerado ruido por el mercado. El IPC se ubicó en 2.7% a/a, la core en 2.6% (mín. desde mar-21) y la de servicios en 3.0%. Previo al shutdown, la data de jun/sep empezaba a mostrar un impacto de los aranceles, aunque menor al esperado; en promedio mensual los precios de bienes duraderos subieron 0.3% m/m, contrario a lo observado entre ene/may (0.07% m/m); la inflación de bienes no duraderos subió 0.5% m/m luego de caer 0.2% m/m en ene/may y, la inflación de servicios, excluyendo hospedaje que viene bajando, siguió mostrándose *sticky* alrededor del 3.5% a/a, por encima del promedio de 2.0% pre-pandemia (2015-2019). Así, acumularía el 5to año consecutivo por encima de la meta de la FED (2%). En sus proyecciones de dic-25, la inflación recién retorna al 2.0% en 2028.

■ Si el mercado laboral se deteriora rápidamente, los salarios se verían afectados, reduciendo las presiones sobre los precios, lo que podría llevar a la FED a adoptar una postura expansiva. Por el contrario, si la actividad y el empleo se reacelera, la FED podría no recortar su tasa o elevarla (probabilidad, según futuros, de mantener: 5%).

Tasa de desempleo y peticiones continuas de desempleo



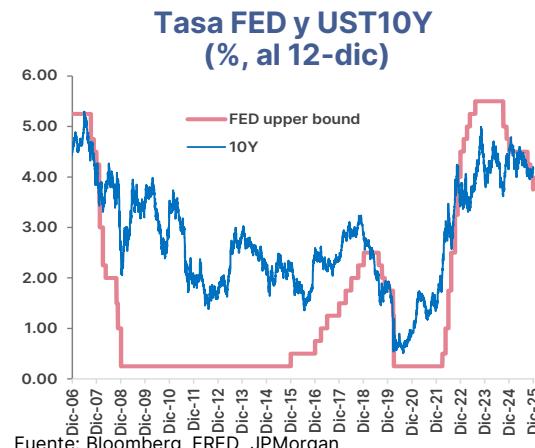
Inflación (var. % a/a)



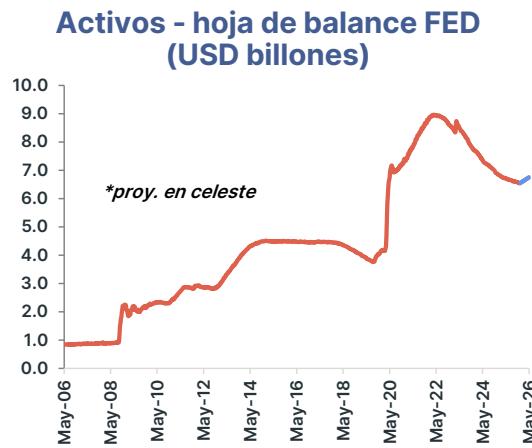
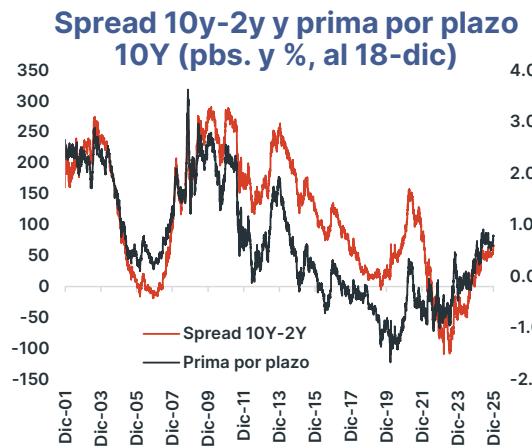
FED: elección del reemplazo de Powell será fundamental para la evolución de las tasas



- El 2026 será un año trascendental para la FED. Powell deja la presidencia en may-26 luego de 8 años en el cargo y la elección de Trump sobre su reemplazo podría poner en riesgo su independencia. Kevin Hassett, director del Consejo Económico de la Casa Blanca, el favorito para el cargo según Polymarket, preocupa por su cercanía al gobierno; ha declarado que existe mucho margen para reducir la tasa en los próximos meses, en línea con lo que ha señalado Trump consecutivamente. De ser electo, podría generar presión en la parte larga de la curva.
- Por el contrario, Kevin Warsh, segundo en la contienda, fue miembro de la Junta de Gobernadores de la FED entre 2006 y 2011; asumió el cargo que Ben Bernanke dejó libre cuando fue electo como presidente de la FED. Su experiencia previa en Morgan Stanley fue de gran ayuda en navegar la crisis financiera internacional. Christopher Waller, actual gobernador de la FED también es opción.
- En esta línea, si la decisión de la Corte Suprema de EE.UU. respecto a la autoridad de Trump para destituir a Lisa Cook (una de los 7 gobernadores del FOMC), termina favoreciendo al presidente, también podría mellar en la independencia de la FED. La audiencia se llevará a cabo el 21-ene.
- En dic-25, la FED recortó su tasa de interés al rango 3.50-3.75%, 3er recorte consecutivo en 2025. Tres miembros del FOMC se opusieron a la decisión (dos a favor de mantener la tasa y Miran a favor de un recorte de 50 pbs).



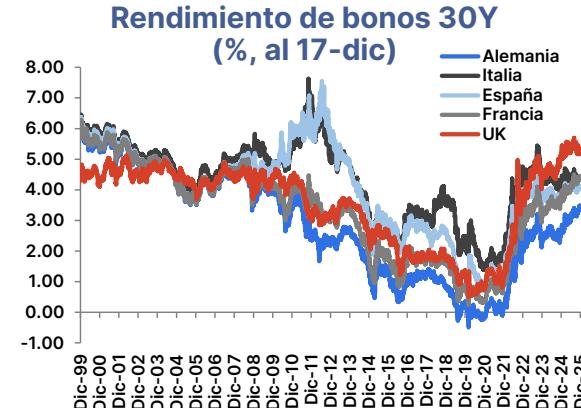
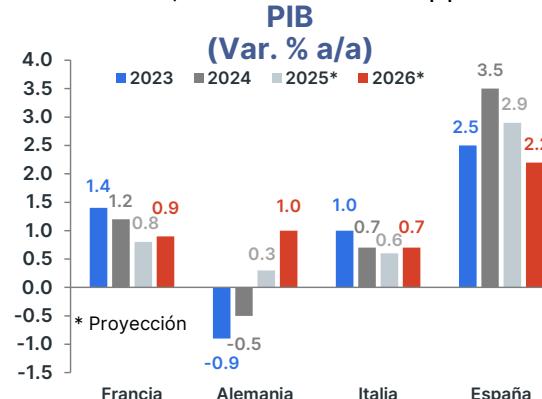
- Así, la FED acumula recortes por 75 pbs este año (175 pbs. desde sep-24). El tono de la conferencia de prensa de Powell fue menos hawkish que lo esperado, lo que debilitó al dólar global a mínimos de dos meses.
- Los mensajes claves de la conferencia de prensa fueron: i) que con los recortes acumulados a la fecha se encuentran bien posicionados para determinar la magnitud y el *timing* de ajustes adicionales; ii) mencionó varias veces que la tasa se encuentra dentro de un amplio rango de estimados de la neutral (mediana: 3.0% en proyección de dic-25 con un rango entre 2.75-4.00%); iii) que hay una sobreestimación de la data de creación de empleos de alrededor de 60 mil promedio mensual. Así, en lugar de haberse creado empleos en promedio entre en los 5 meses a sep-25, se habrían contraído. Además, repitió que los aranceles resultarían en un cambio de una vez en el nivel de precios.
- Estos comentarios indicarían cierto sesgo dovish, con los recortes condicionados a la data futura, sobre todo del mercado laboral. El mercado de futuros prevé dos recortes en 2026 (entre abr-jun y sep-oct).
- Por último, la FED anunció que compraría USD 40 mil millones de UST (plazo: 3 años o menos) por algunos meses para mantener un nivel amplio de reservas. Ello, ante evidencia de que la liquidez del sistema estaba ajustada que los llevó también en oct-25 a anunciar el fin del QT a partir del 1-dic.



Europa: estímulo fiscal impulsaría al crecimiento en 2026

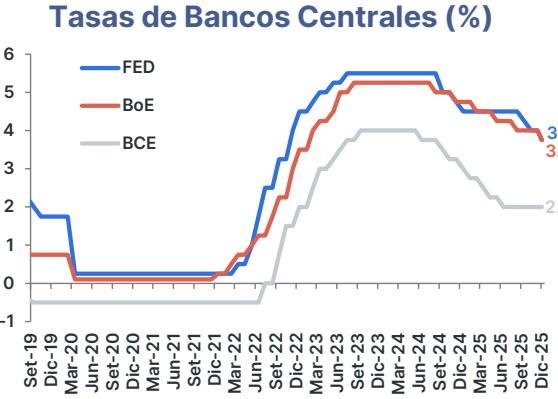
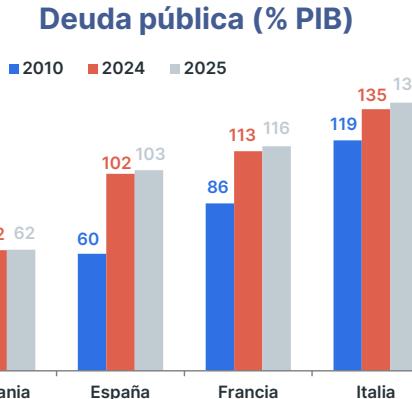


- En la eurozona, la actividad económica se ha mostrado más resiliente de lo esperado al entorno comercial complejo, una apreciación del euro, y un aumento de la competencia china. Ello, impulsada por un aumento en la inversión y la compensación laboral por empleado, además de una inflación alrededor de la meta (2.0%) y los recortes de tasa del BCE (-235 pbs acumulados desde jun-24). En el 3T25, el PIB SA se desaceleró de 1.6% a/a a 1.4% a/a, las exportaciones destacaron, y contribuyeron 1.3 pp al crecimiento.
- La inflación se aceleró a 2.2% a/a en nov-25, y la core se mantuvo en 2.4% a/a. El BCE mantuvo su tasa en la reunión de dic-25 en 2.00% y el mercado de futuros anticipa que se mantendrá en 2026. La apreciación del euro (+13% YTD) así como la caída del precio del crudo (-21% YTD) y el gas natural europeo (-44% YTD) generaron presiones a la baja sobre la inflación. El BCE revisó su proyección de inflación 2026 al alza de 1.7% a 1.9%, principalmente porque anticipan que la inflación de servicios bajará más lentamente. Esto, en un contexto de tasas de desempleo históricamente bajas.
- El consenso de Bloomberg anticipa un crecimiento del bloque de 1.4% en 2025 y 1.1% en 2026. El país que más crecerá será España, con perspectivas aún frágiles para Francia e Italia. Se espera que el crecimiento de Alemania se acelere significativamente para 2026, impulsado por el paquete fiscal que, según Deutsche Bank, contribuirá con 1 pp. al PIB anual.



Fuentes: Bloomberg, FMI, Eurostat, Morgan Stanley, BCE.

- El aumento del gasto en defensa podría llevar a presiones fiscales adicionales que incrementen el ratio deuda-PIB, aunque Alemania tiene espacio para hacerlo con una deuda pública de 62% del PIB (ver gráfico). Tales preocupaciones llevaron al rendimiento del bono a 30Y de Alemania a 3.48% el 12-dic (+89 pbs YTD), máximo desde jul-11 pero el más bajo del bloque (ver gráfico). Los rendimientos YTD de los bonos de Italia (+21 pbs), España (+43 pbs) y Francia (+72 pbs) también suben.
- El consenso del mercado de Bloomberg espera que el EURUSD se aprecie ligeramente a 1.18-1.19 en 2026 (actual: 1.17). La expectativa de reducción del diferencial entre tasa FED y BCE favorecería al euro.
- En el Reino Unido, la ministra de finanzas, Rachel Reeves, presentó el presupuesto de otoño el 26-nov, con el objetivo de reforzar la sostenibilidad fiscal, donde destacaron medidas como: i) la prolongación hasta 2031 del congelamiento de los umbrales del impuesto sobre la renta y de las contribuciones al seguro nacional; y ii) la imposición de un nuevo recargo de impuesto municipal para propiedades de alto valor. Este anuncio generó un alivio inicial en los mercados y llevó al GILT a 30Y a su nivel más bajo desde abr-25. No obstante, persisten riesgos relevantes, dado que gran parte del ajuste fiscal se aplicará recién entre 2028 y 2029 en un entorno político volátil que podría reintroducir prima de riesgo sobre la deuda. Por el lado de política monetaria, el BoE recortó su tasa en 25 pbs. a 3.75% (-150 pbs. desde ago-24). Para 2026, los futuros anticipan dos recortes de tasa.



Asia: demanda interna como principal motor de crecimiento de China en 2026 (i)

■ El FMI revisó al alza su proyección de crecimiento para China a 4.5% en 2026 (+0.3 p.p. vs. WEO oct-25) y 5.0% en 2025 (+0.2 p.p.), apoyado en exportaciones más fuertes, estímulo fiscal y menores aranceles tras la tregua comercial. Sin embargo, el FMI advierte que la demanda interna sigue frágil por la prolongada crisis inmobiliaria y presiones deflacionarias. En nov-25, las ventas minoristas avanzaron 1.3%, mínimo desde mar-23, y la inversión en vivienda cayó -15.9%, limitando la confianza del consumidor y el margen para estímulos adicionales.

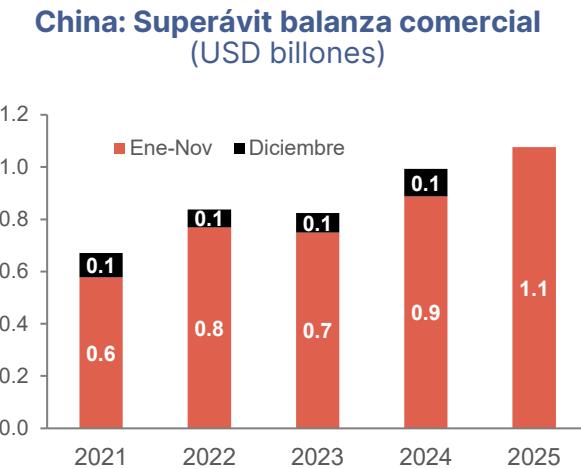
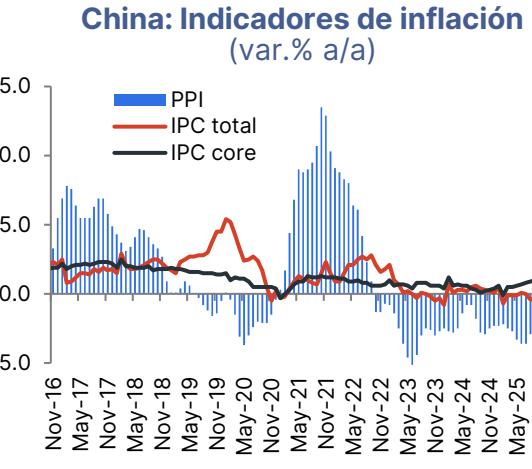
■ Las presiones deflacionarias continúan afectando la economía china. En nov-25, la inflación IPC se aceleró 0.7% a/a (oct-25: 0.2%), pero por factores transitorios (alimentos, joyería); mientras que la inflación IPP cayó -2.2%, 3 años en terreno negativo. La persistente deflación está erosionando las ganancias empresariales y los ingresos de los trabajadores, reflejado en la desaceleración de la producción industrial (4.8%, mínimo en 15 meses) y caída de beneficios industriales (-5.5%).

■ En contraste, el sector externo continúa mostrando resiliencia. En nov-25, las exportaciones crecieron 5.9% pese a la caída hacia EE.UU. (-29%), y el superávit acumulado en once meses superó USD 1 billón por primera vez. Este desempeño se explica por la diversificación de (i) mercados como UE, ASEAN y Latam, y (ii) productos como maquinaria, electrónica y nueva energía.

■ De cara a 2026, el sector externo moderaría su contribución al crecimiento. La tregua alcanzada en Busan (30-oct-25) con EE.UU. incluyó una pausa de un año en controles de tierras raras y la reducción del arancel "fentanilo" de 20% a 10% (vigencia hasta 10-nov-26), pero no implica un cambio estructural en la relación bilateral. Además, las exportaciones a UE enfrentarán un mayor escrutinio regulatorio (investigaciones antidumping y debate sobre exenciones de-minimis) y el posible "payback" por pedidos adelantados en 2025.

■ El FMI advierte que China es demasiado grande para sostener su crecimiento con exportaciones y prolongar este modelo agrava tensiones comerciales. A ello se suman desafíos internos: productividad en desaceleración, alta deuda pública y corporativa, retornos decrecientes a la inversión y envejecimiento poblacional, factores que ralentizan el crecimiento si no se reequilibra la economía.

■ Ante este contexto, el 15.º Plan Quinquenal (2026-2030) prioriza consumo como motor de crecimiento y la transición de bienes a servicios. El arranque del plan pivota hacia "nuevas fuerzas productivas": manufactura avanzada, innovación e IA, y consolidación de la transición verde. El Politburó (dic-25) reafirmó esta orientación, fijando como prioridad elevar la demanda interna mediante una política fiscal proactiva y monetaria moderadamente laxa, con medidas para reducir el ahorro precautorio y fortalecer redes de protección social.

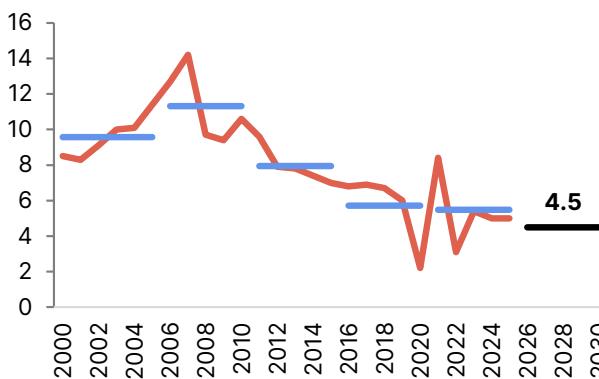


Asia: demanda interna como principal motor de crecimiento de China en 2026 (ii)

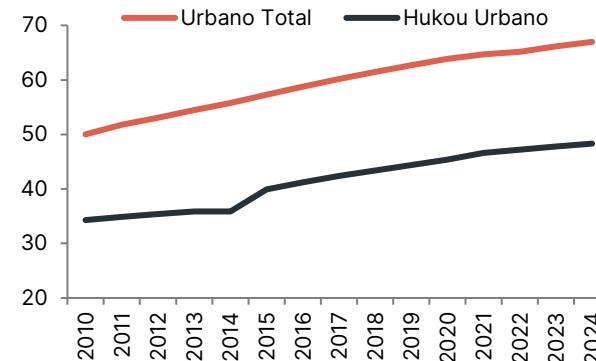
Este giro busca corregir desequilibrios internos y externos, reducir la dependencia del sector exportador y sentar las bases para un crecimiento más sostenible. Así, la expectativa para 2026 se orienta a mantener una meta de crecimiento “alrededor de 5%”, con un grado de flexibilidad que permita absorber choques si el entorno externo se vuelve más hostil o si la recomposición del consumo avanza más lentamente de lo previsto. La continuidad de una política económica expansiva sería clave: apoyos para vivienda, renovación urbana, infraestructura y servicios, y la liberalización de servicios para elevar ingresos y la movilidad social.

El FMI, mediante su Artículo IV (dic-25), reconoce avances para fortalecer la demanda interna, pero advierte que se requieren medidas más contundentes y urgentes. La primera prioridad es fortalecer la protección social para reducir el ahorro precautorio y estimular el consumo. Recomienda aumentar el gasto social, especialmente en áreas rurales, y acelerar la reforma del hukou (un sistema de registro familiar que determina el acceso a servicios públicos y beneficios sociales, limitando a los migrantes rurales en las ciudades) para que los migrantes accedan a beneficios. Según sus estimaciones, estas acciones podrían elevar el consumo hasta 3 p.p. del PIB en el mediano plazo. Además, sugiere reorientar el gasto reduciendo inversión pública y apoyos industriales selectivos, destinando esos recursos a redes de seguridad y a la estabilización del sector inmobiliario.

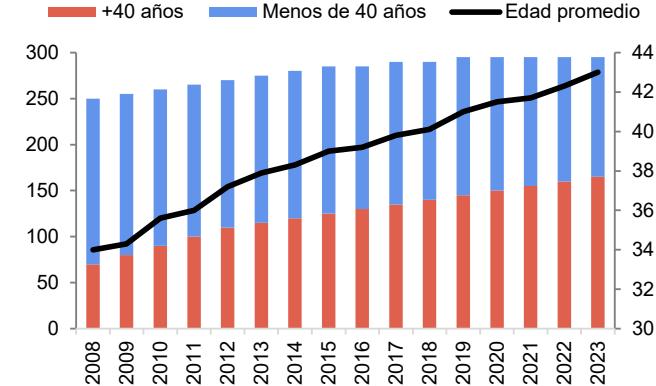
China: Crecimiento del PIB según Plan Quinquenal (%)



China: Tasa de urbanización (% de la población total)



China: Trabajadores migrantes (millones, edad promedio)



Asia: Normalización monetaria y expansión fiscal en Japón bajo presión de sostenibilidad

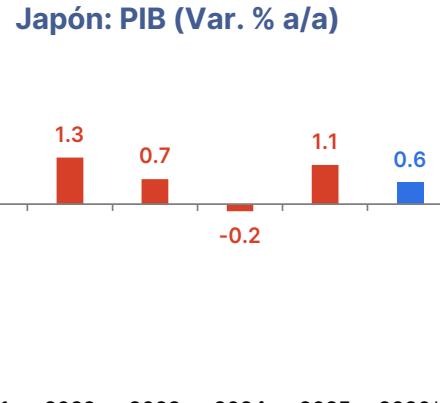


■ El ADB (dic-25) proyecta que Japón moderará su crecimiento económico a 0.6% en 2026, tras una expansión de 1.1% en 2025, reflejando un entorno externo desafiante y la pérdida de impulso tras el front-loading de exportaciones en 2025. El débil crecimiento estará impulsado principalmente por la demanda interna: el consumo privado se sostiene gracias a aumentos salariales y subsidios, mientras la inversión empresarial se beneficia de utilidades robustas y apoyo fiscal. Sin embargo, la economía enfrenta riesgos por la debilidad del consumo, el ajuste en la inversión residencial y la persistencia de tensiones comerciales, especialmente con EE.UU. y China.

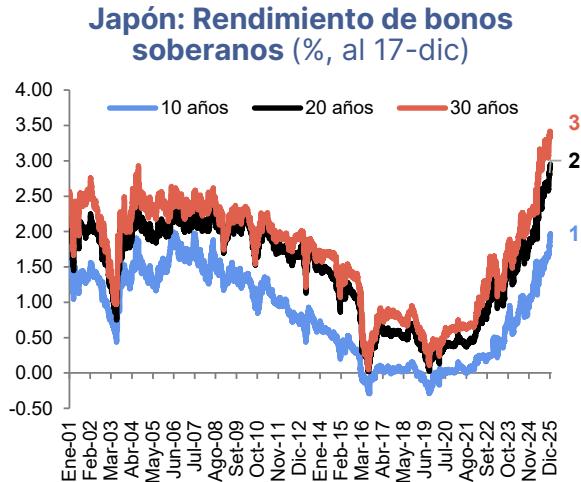
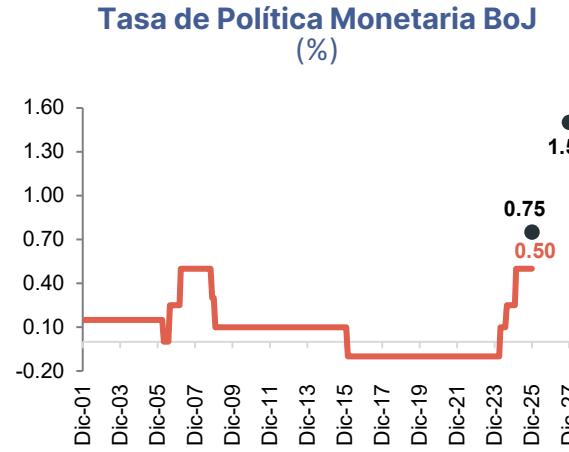
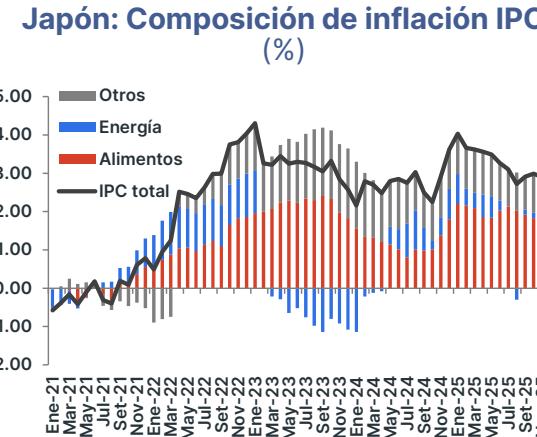
■ La inflación IPC se mantiene persistentemente por encima del objetivo del 2%. En nov-25, el IPC creció 2.9% a/a debido a la debilidad del yen, y a expectativas inflacionarias elevadas, con incidencia en los precios de alimentos y servicios. Se prevé que el BoJ inicie una normalización monetaria gradual a partir de dic-25, con aumentos sucesivos cada seis meses para finalmente alcanzar un nivel de 1.50% en el mediano plazo (2027). Además, el BoJ planea reducir sus tenencias de bonos soberanos y activos de riesgo (ETFs, REITs), buscando estabilizar expectativas inflacionarias. El principal reto será retirar estímulos sin afectar la recuperación, en un contexto de salarios al alza y riesgos externos persistentes.

■ La nueva primera ministra, Sanae Takaichi, insta al BoJ a avanzar con cautela en la normalización monetaria para no afectar la recuperación. Su administración impulsa una política fiscal temporalmente expansiva en 2026, con un paquete de hasta USD 135 mil millones, enfocado en estimular el consumo y la inversión. Las medidas incluyen recortes temporales de impuestos a los combustibles, transferencias directas a hogares, subsidios energéticos, incentivos para inteligencia artificial, semiconductores y defensa, así como deducciones tributarias y gasto en infraestructura resiliente. El objetivo es mitigar el impacto del alza de precios y fortalecer sectores estratégicos

■ Sin embargo, este enfoque expansivo ha generado dudas sobre la sostenibilidad fiscal y el riesgo de mayores presiones inflacionarias. Aunque la deuda pública japonesa está mayoritariamente en manos domésticas, su nivel ya supera el 200% del PIB, lo que ha provocado un aumento en los rendimientos de los bonos a largo plazo (JGB a 30Y en máximos desde 1998), incrementando el costo del servicio de la deuda y tensionando el presupuesto. La OCDE recomienda que Japón diseñe un marco de consolidación fiscal creíble, limitando los presupuestos suplementarios a choques severos, aumentando los ingresos mediante reformas tributarias y conteniendo los costos asociados al envejecimiento poblacional, todo ello reforzando la eficiencia del gasto y la transparencia fiscal.



(*): proyección



Commodities: fundamentos positivos para metales preciosos persistirán en 2026



En 2025, los metales se vieron fortalecidos por sólidos fundamentos macroeconómicos y algo de especulación; el oro, plata y el cobre alcanzaron máximos históricos en múltiples ocasiones. En el año, el oro alcanzó un pico de USD/oz. 4,382 el 20-oct. Actualmente cotiza muy cerca de dicho nivel (+12% QTD y +65% YTD). La plata ganó aún más notoriedad, cerrando su mejor año desde 1979 con un alza de 121% YTD (+37% QTD) a USD/oz. 65.7. El cobre, por su parte, se benefició de disruptiones de oferta y, ante la expectativa de un mayor déficit en 2026, alcanzó máximos históricos en el 4T25. En contraste, el petróleo WTI cae -11% QTD (-23% YTD) por mayor producción de la OPEP+, expectativa de mercado físico superavitario y disminución de riesgo geopolítico.

- El oro consolida ganancias QTD. Alcanzó un máximo histórico de USD/oz. 4,382 el 20-oct, que vino seguido de una toma de ganancias de ~10%. Los drivers que impulsaron el precio fueron: i) recortes de tasa FED; ii) debilidad del dólar; iii) crecimiento en el flujo de ETFs respaldados en oro; iv) demanda de BCs y v) rupturas de resistencias técnicas. El deterioro institucional y preocupación por la situación fiscal de EE.UU. también habrían contribuido al alza del precio.
- A pesar del alto precio del oro, la demanda por parte de BCs continuó subiendo en oct-25, el mes con mayor flujo de compras netas en 54 TM. (YTD: 254). En el año, los BCs en EM lideraron la participación en la compra del metal, destacan países como Polonia, Brasil, China y Turquía.

- En el 4T25, la plata tuvo mayor dinamismo que el oro. En abr-25, el ratio oro-plata subió hasta 105 (hoy: ~70), lo cual sugería un rezago en el precio de la plata vs oro. Esto generó un rally en la plata que gatilló un short squeeze en el LBMA, amplificando la presión alcista. Ante ello, las bóvedas de plata LBMA se beneficiaron de flujos provenientes de COMEX para corregir el fenómeno.
- La plata comparte drivers similares al oro como su rol de activo refugio, pero destaca por tener un mercado mucho más pequeño (9 veces más pequeño que el oro según GS). Además, tiene un uso industrial (p.e.: paneles solares). En ese contexto, la plata alcanzó máximos históricos intraday en USD/oz. 66.9 (17-oct). En términos relativos, la plata ha ganado mayor notoriedad: i) el ratio oro-plata ha bajado a mínimos desde 2021 y ii) alcanzó la paridad con el petróleo, similar a 1980. A la par, el stock de ETFs respaldados en oro y plata, persisten en máximos históricos (QTD: 1% y 3%, respectivamente).
- En 2026 hay espacio para ganancias moderadas en los metales preciosos; los fundamentos se mantienen (expectativa de tasas más bajas y dólar débil), aunque un menor riesgo geopolítico acotan el margen de ganancias. Además, la plata sigue beneficiándose de la demanda industrial por su rol clave en el desarrollo de energía renovable. Entre los principales riesgos a la baja en los precios están: un entorno risk-off, una FED más hawkish y que ambos precios se encuentren en una burbuja que, al explotar, gatille correcciones. (ver gráfico BIS sección EE.UU.)

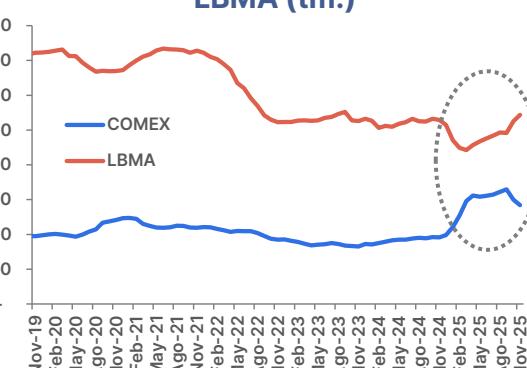
Precios de commodities (al 18-dic)

	promedio 2024	promedio 2025 (a)	último dato (18-dic) (b)	var.% (a)/(b)
Cobre	4.15	4.49	5.30	18
Oro	2,390	3,411	4,335	27
Plata	28	39	66	68
Zinc	1.26	1.29	1.44	7
WTI	76	65	56	-13
Trigo	210	196	187	-4
Maíz	167	173	175	1
Soya	405	382	387	1

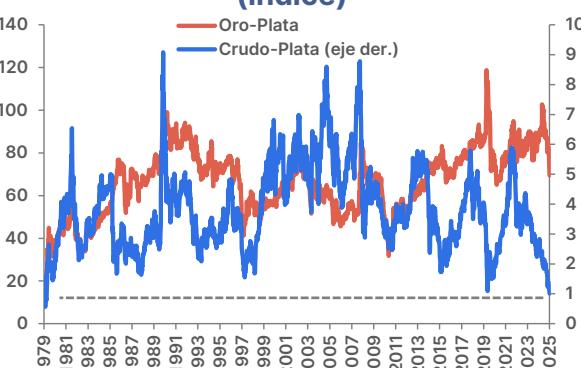
Tenencia de ETFs respaldados en oro y plata (Oz millones, a dic-25)



Plata: inventarios en COMEX vs bóvedas LBMA (tm.)



Ratios: oro-plata vs. crudo-plata (índice)



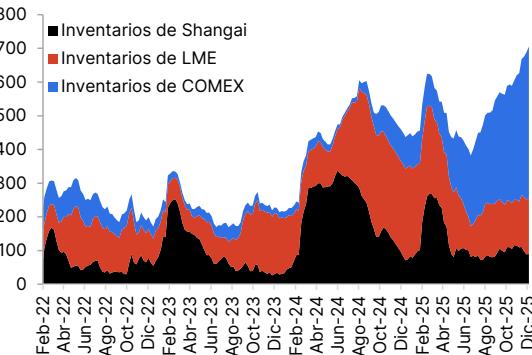
Commodities: precio del cobre alcanza máximos y fundamentos apuntan a precios aún más altos

- Las perspectivas para el cobre se mantienen favorables para el 2026. La transición a energías renovables ha entrado en conflicto con múltiples cierres de minas clave en el mundo durante este año. Al respecto, Morgan Stanley proyectó mayor déficit en el mercado del metal, alcanzando un pico el 2029 de 1 millón de tm (2025: 0.3 MM). Las perspectivas incluyen también un mayor margen de depreciación del dólar (DXY: -9% YTD). En el 4T25, el cobre alcanzó máximos históricos en USD/lb. 5.39 (11-dic) y el precio del contrato a 3m de cobre LME promedia USD/lb. 4.49 (2024: 4.20).
- El riesgo de un arancel total al cobre es aún plausible, aunque se espera que, de materializarse, se de en la segunda mitad del 2026 o 2027. Actualmente, el cobre refinado (cátodos) y concentrado se encuentran exentos de aranceles. Frente a este escenario, los inventarios del cobre han experimentado reubicaciones estratégicas del metal, con los flujos de cobre migrando principalmente a COMEX (actualmente en máximos históricos), encareciendo relativamente los mercados de Londres (*benchmark*) y Shanghái.
- Los forecasters han revisado al alza sus proyecciones de precio promedio 2026 y ahora Citi, JPM y Goldman Sachs esperan USD/lb. 5.78, 5.48 y 5.17, respectivamente.
- En contraste, el crudo cae 21% YTD y apunta a cerrar el 2025 con la mayor caída desde la pandemia. El 2025 estuvo caracterizado por aumentos en la producción de la OPEP+ por encima de lo pactado, lo cual generó una sobreoferta en el mercado. El panorama para 2026 mantiene la perspectiva de sobreoferta aunque, recientemente la OPEP+ indicó que pausaría mayores incrementos en el 1T26, aún sin indicios de recorte de producción. Hay opiniones divergentes respecto a la expectativa de superávit en el mercado físico; para la Agencia Internacional de Energía (IEA) este sería de 3.8 MM bdp (4% de la demanda mundial), mientras que para la OPEP+ se situaría en 60 mil bdp.
- La mediana del consenso de Bloomberg anticipa que el precio promedio del crudo WTI para 2026 será de USD/bl. 59.4 (promedio 2025: 65.1). Nuevos avances en las negociaciones entre Ucrania y Rusia, intermediadas por EE.UU. han impulsado la cotización del crudo a la baja. El Brent, por ejemplo, cotiza por debajo de los USD/bl. 60 desde may-25 (mínimos desde 2021), mientras que el WTI se ubica en USD/bl. 56 (también mínimos desde feb-21). Vale destacar que, un menor precio del petróleo en 2026 resulta favorable para el gobierno de Trump, en un contexto de elecciones de medio término el próximo año.

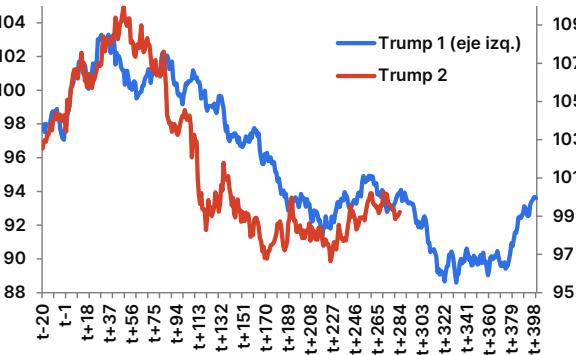
Precio promedio del cobre 2026 (USD/lb.)

	2026
Citi	5.78
JPM	5.48
Morgan Stanley	5.34
BofA	5.33
GS	5.17
HSBC	5.02

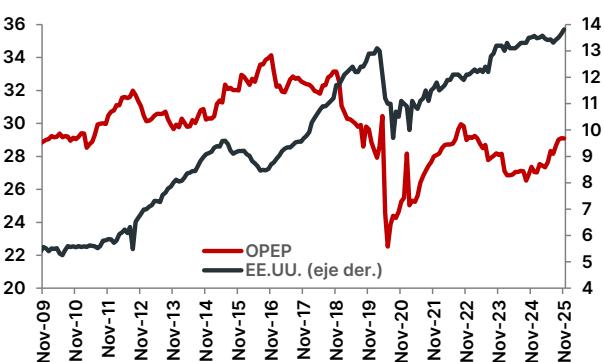
Inventarios de cobre (millones de TM)



Índice del dólar global DXY (t=día de la elección, al 17-dic)



Producción de la OPEP+ y EE.UU. (millones de barriles)



Economías Latam - Andinas

Índice

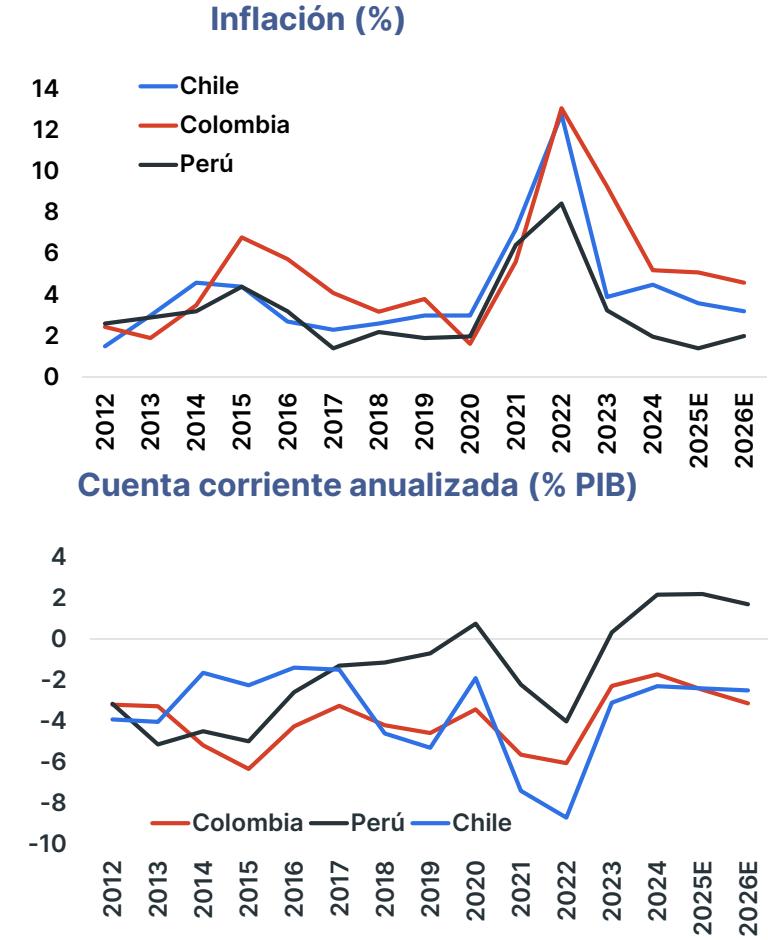
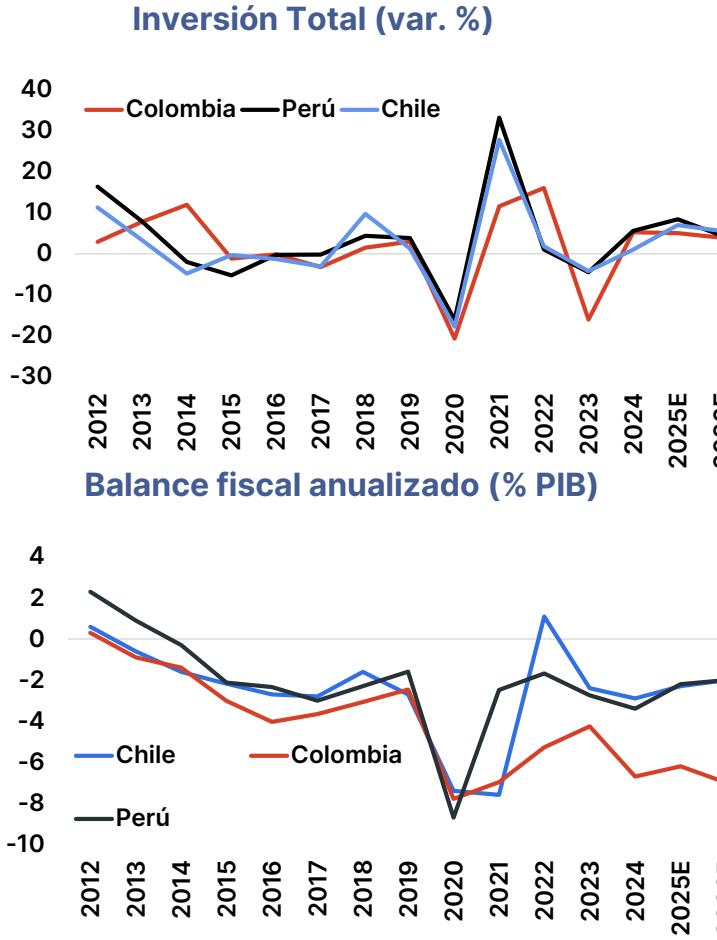
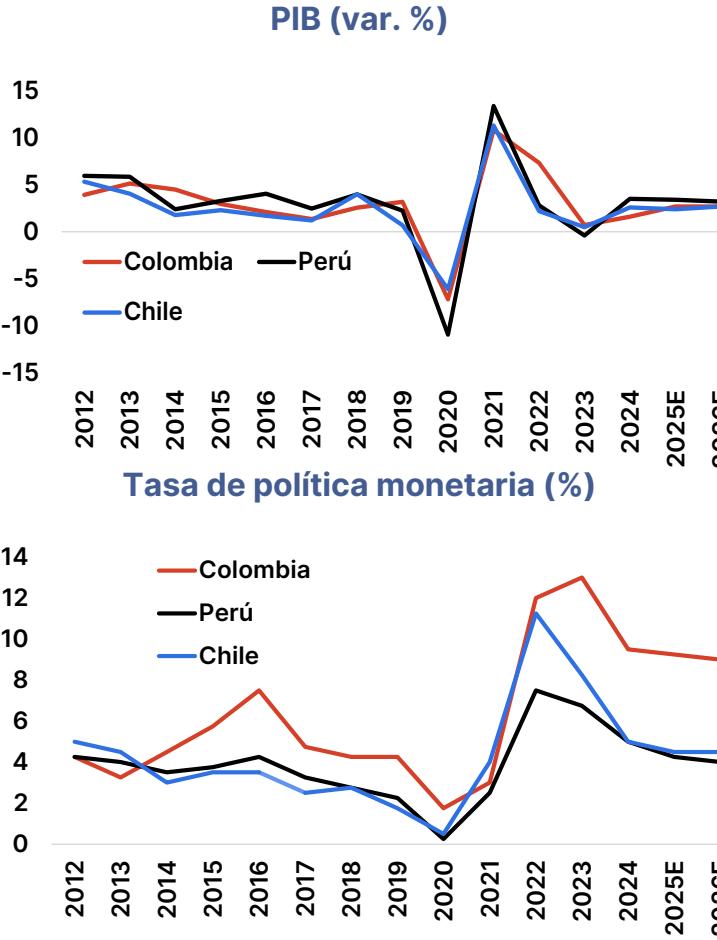
Proyecciones de principales variables macroeconómicas – Credicorp Capital



	Chile						Colombia						Perú					
	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
PIB corriente (USD MM)	315.2	301.9	335.9	330.1	355.2	375.2	318.6	345.4	363.6	419.3	450.1	482.1	229.8	248.4	272.2	295.9	331.9	354.4
PIB real (var. %)	11.3	2.2	0.5	2.6	2.4	2.7	10.8	7.3	0.7	1.6	2.7	2.7	13.4	2.8	-0.4	3.5	3.4	3.2
Demanda Interna real (var. %)	21.3	2.3	-3.7	1.4	4.0	3.3	13.4	10.3	-2.5	2.0	4.5	3.7	13.9	2.4	-1.1	4.2	5.7	3.7
Consumo real total (var. %)	19.5	2.5	-3.5	1.4	3.0	2.9	13.8	8.9	0.6	1.4	4.4	3.6	11.1	2.9	0.9	2.7	3.9	3.4
Inversión bruta real (var. %)	27.8	1.8	-4.2	1.0	7.0	5.5	11.6	16.0	-16.0	5.2	5.0	3.9	33.2	1.1	-4.5	5.6	8.4	4.4
Exportaciones reales (var. %)	-1.5	0.8	0.1	6.6	4.6	2.5	14.6	12.5	3.1	2.5	1.2	3.2	12.7	5.5	4.1	6.1	4.1	3.2
Importaciones reales (var. %)	31.9	1.3	-10.9	2.5	11.3	4.0	26.7	24.0	-9.9	4.4	10.5	6.2	14.8	3.6	1.3	8.4	12.6	5.0
Inflación (fin de año)	7.2	12.8	3.9	4.5	3.6	3.2	5.6	13.1	9.3	5.2	5.1	4.6	6.4	8.5	3.2	2.0	1.4	2.0
Tasa de referencia (fin de año)	4.00	11.25	8.25	5.00	4.50	4.50	3.00	12.00	13.00	9.50	9.25	9.00	2.50	7.50	6.75	5.00	4.25	4.00
Balance Fiscal SPC (% del PIB)*	-7.6	1.1	-2.4	-2.9	-2.3	-2.0	-7.0	-5.3	-4.3	-6.7	-6.2	-7.0	-2.5	-1.7	-2.7	-3.4	-2.2	-2.0
Deuda Pública (% del PIB)*	36.0	37.3	39.4	42.3	43.0	44.0	63.0	60.8	56.3	61.6	64.7	64.0	35.3	33.3	32.4	32.0	32.2	32.0
Exportaciones	94.6	98.6	94.6	100.2	106.6	114.5	42.7	59.5	52.6	51.1	51.9	53.9	63.1	66.3	67.1	76.2	89.0	94.0
Importaciones	84.3	94.8	79.2	78.0	86.9	91.6	56.7	71.7	59.4	60.2	66.3	71.6	48.0	56.0	50.0	52.1	57.0	60.0
Cuenta corriente (como % del PIB)	-7.4	-8.7	-3.1	-2.3	-2.4	-2.5	-5.6	-6.0	-2.3	-1.7	-2.5	-3.1	-2.2	-4.0	0.3	2.2	2.2	1.7
Reservas Internacionales (USD MM)	51.3	39.2	46.4	44.4	49.0	54.0	58.6	57.3	59.6	62.5	66.2	66.7	78.5	71.9	71.0	79.0	90.0	96.0
Tipo de cambio (fin de período)	850	860	885	992	920	900	4,039	4,810	3,822	4,409	3,920	4,200	3.99	3.81	3.71	3.76	3.40	3.35
Tipo de cambio (promedio)	750	872	839	944	950	920	3,720	4,256	4,326	4,074	4,100	4,050	3.89	3.84	3.74	3.75	3.57	3.40

* Gobierno Nacional Central para el caso de Colombia

Economías Andinas: una mirada a las principales variables macroeconómicas



Chile

Un potencial shock de confianza derivado del panorama político

[Índice](#)

Resumen ejecutivo y balance de riesgos



■ **Política.** En la elección presidencial José Antonio Kast (derecha) derrotó a Jeannette Jara (izquierda) con cerca del 58% de las preferencias, en medio de una alta participación del 85%. Kast superó ligeramente las previsiones de las encuestas, obteniendo un apoyo significativo de sus antiguos rivales. Se espera que su histórica victoria, que aseguró todas las regiones, mejore la confianza del mercado a corto plazo. Sin embargo, un Congreso fragmentado podría obstaculizar la legislación. Los inversionistas seguirán de cerca los nombramientos del gabinete y la cohesión de la coalición, en particular el papel de la centroderecha. La demanda pública se centra en la seguridad y la migración; las expectativas incumplidas podrían erosionar rápidamente el apoyo.

■ **Actividad económica.** El PIB creció 1.6% a/a en el 3T25, por debajo de las expectativas, principalmente debido a una contracción en la minería tras un accidente. Sin embargo, el PIB no minero aumentó un 2.6% y la demanda interna creció casi un 6% gracias a la inversión y el consumo. Nuestra proyección del PIB para el año se mantiene en 2.4%. Para 2026, esperamos un crecimiento del PIB de 2.7%, con una sólida inversión, especialmente en minería y energía, junto con una mayor confianza empresarial y del consumidor. Los precios favorables de las materias primas, en particular del cobre, que ronda los USD 5/lb, podrían beneficiar aún más a Chile. El subsidio a la tasa hipotecaria avanza más rápido de lo previsto, lo que posiblemente impulse la inversión en construcción en el 2S26.

■ **Inflación.** La inflación total aumentó 0.3% m/m en nov-25, bajo las expectativas del mercado, con una inflación anual estable en 3.4%. El índice de difusión se mantiene elevado, probablemente debido a los repuntes de precios posteriores al CyberDay y a una mayor inflación en servicios. El impacto del aumento de las tarifas eléctricas del año pasado está disminuyendo, y ahora contribuye solo 0.6pp a la inflación anual. Tanto el IPC total como el core se situaron ~40pb por debajo de las proyecciones del BCCh de sep-25, lo que motivó una revisión a la baja en el siguiente informe de política monetaria. La inflación se encamina a alcanzar la meta del 3% en el 1T26 y se espera que se mantenga cerca de esa marca en el 1S26. A dic-26, proyectamos una inflación del 3.2% con riesgos equilibrados: los costos laborales, así como la implementación de la reforma de pensiones podrían impulsar la inflación de servicios, pero el menor precio de combustibles y la apreciación del CLP deberían aliviar las presiones.

■ **Política monetaria.** En decisión unánime, el Consejo del BCCh redujo la TPM en 25pb, al 4.5%, en dic-25, tal como anticipaba el consenso del mercado y nosotros. El comunicado enfatizó que la meta de inflación se alcanzará en el 1T26, debido a una evolución más favorable de los factores de costos, mientras que los riesgos inflacionarios han disminuido. En nuestra opinión, el forward guidance es neutral, y la autoridad podría adoptar una postura de "wait & see" el próximo año, en un contexto de mejores perspectivas locales y globales. Salvo sorpresas locales o externas, nuestro escenario base para 2026 asume que la TPM se mantendrá sin cambios durante al menos el 1S26. Esperamos una TPM en 4.5% a dic-26.

■ **Cuentas Fiscales.** Las perspectivas fiscales se han deteriorado a pesar de los esfuerzos correctivos iniciales. El MdeH proyecta ahora un déficit estructural para 2025 del 2.2% del PIB, 1.1pp por encima de la meta oficial, lo que marca el tercer año consecutivo en que el país incumple su meta de balance estructural. A oct-25, el déficit fiscal acumulado en lo que va de año se situó en 2.3% del PIB, mientras que el déficit acumulado de 12 meses alcanzó el 2.7%, notablemente inferior a los promedios históricos. El Consejo Fiscal Autónomo ha destacado la persistencia de la tensión fiscal, el limitado margen fiscal y el aumento de la deuda pública, que se acerca al nivel prudente de 45% del PIB. Lograr la credibilidad requerirá un mayor esfuerzo fiscal y un compromiso político interpartidista. Para 2026, las perspectivas siguen siendo desafiantes: se esperan mayores ingresos fiscales, pero los recortes del gasto y la aprobación legislativa de las reformas son inciertos. Para el próximo año, proyectamos un déficit fiscal del 2% del PIB, con una deuda del 44%.

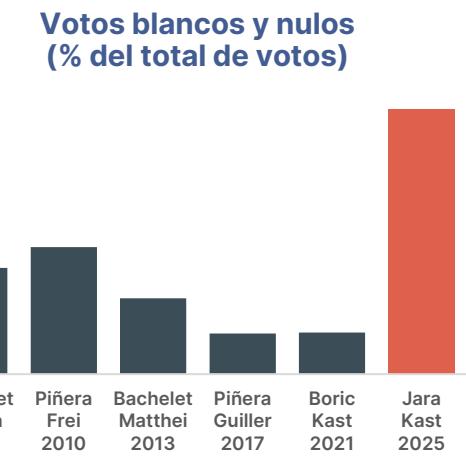
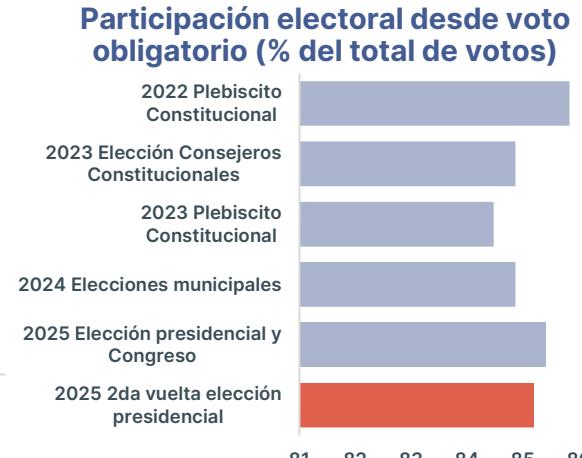
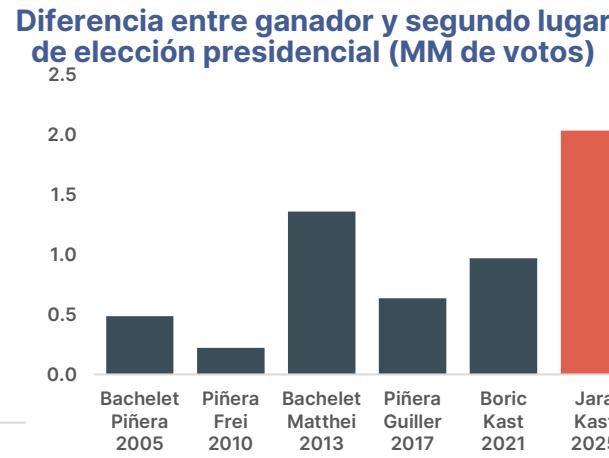
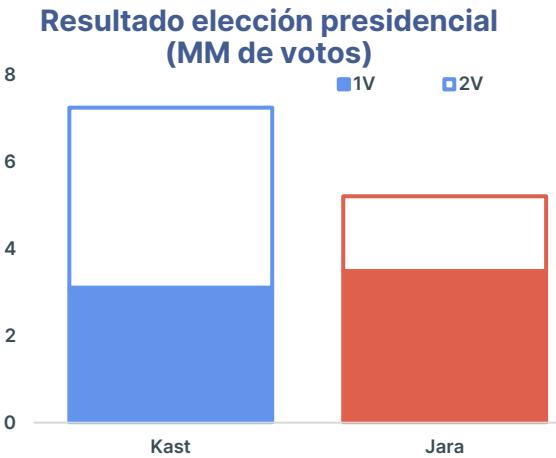
■ **FX.** La aversión al riesgo global ha disminuido, con una menor incertidumbre sobre la política comercial tras un acuerdo preliminar entre EE.UU y China. La Fed reanudó la flexibilización monetaria, sugiriendo más recortes en el futuro, y el USD se ha debilitado a nivel global. Localmente, el CLP ha mostrado resiliencia, respaldado por la mejora de la actividad no minera, la solidez de los términos de intercambio y el aumento de la confianza empresarial y del consumidor y un diferencial de tasas de interés con EE. UU. que parece haberse estabilizado. A pesar de estos aspectos positivos, el CLP continúa teniendo un rendimiento inferior al de otras monedas LatAm, con inversores extranjeros reabriendo posiciones cortas y el BCCh con potencial para acelerar su programa de acumulación de reservas. Con todo, esperamos que el USDCLP se ubique en \$900 a dic-26.

Kast fue elegido nuevo presidente de Chile con un amplio apoyo

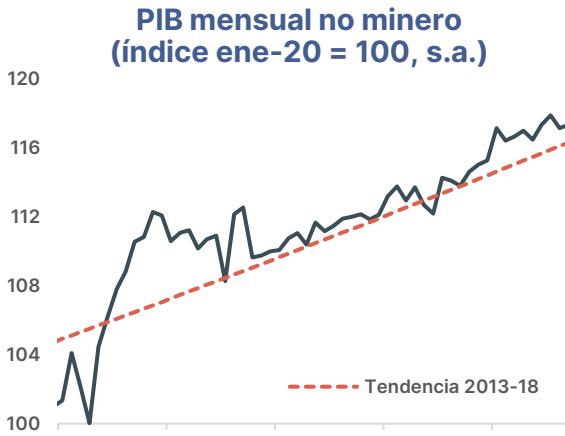


■ **Resultado de la elección presidencial.** El 14 de diciembre, Chile celebró la segunda vuelta de la elección presidencial entre José Antonio Kast (derecha) y Jeannette Jara (izquierda). Estas fueron las primeras elecciones presidenciales con voto obligatorio para todos los ciudadanos mayores de 18 años (un mecanismo implementado hace solo unos años), lo que resultó en un padrón electoral de casi 16 MM de votantes. La población decidió que Kast será el nuevo presidente de Chile, con una participación electoral del 85%, una cifra similar a la de elecciones anteriores con voto obligatorio. Kast obtuvo ~7.3 MM de votos (~58% del total), mientras que Jara recibió ~5.2 MM de votos (~42%). En general, el resultado estuvo en línea con las encuestas, que habían anticipado durante varios meses que Kast era el candidato con más probabilidades de ganar la elección. Aun así, un análisis más detallado muestra que, en promedio, el desempeño de Kast fue ligeramente mejor de lo esperado. En comparación con la primera vuelta, Kast sumó ~4.1 millones de votos adicionales, capturando una proporción significativa de los votos de Matthei, Kaiser y Parisi.

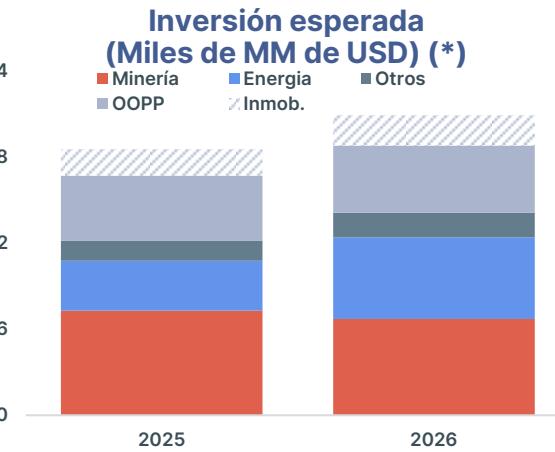
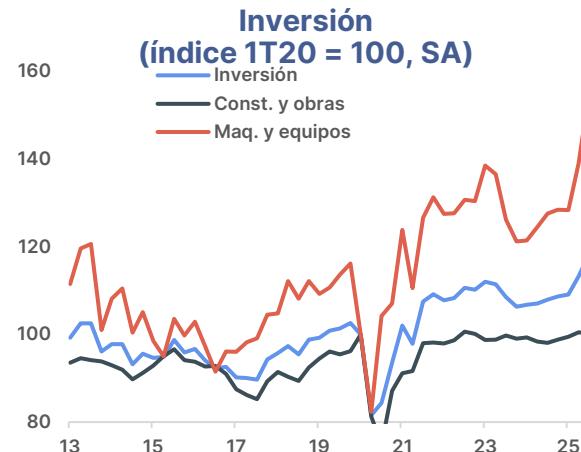
■ **Focos del mercado:** La victoria electoral de Kast fue histórica, superando ligeramente las expectativas y asegurando victorias en todas las regiones, lo que probablemente impulsará la confianza del mercado a corto plazo. Sin embargo, un Congreso fragmentado y polarizado plantea riesgos legislativos, con el Partido de la Gente (PDG) potencialmente causando un estancamiento. Los acuerdos pragmáticos con los sectores de centroderecha y moderados podrían reducir la parálisis. En los próximos meses, los inversionistas seguirán de cerca la composición del gabinete, en particular la representación de los partidos de centroderecha y la unidad de la coalición, lo que podría impulsar aún más los activos locales. La atención pública se mantiene en las mejoras en seguridad y migración, ya que las expectativas incumplidas podrían erosionar el apoyo. Se espera que la política fiscal se modere, aunque con un fuerte compromiso de cumplir con la regla fiscal, logrando un equilibrio entre la credibilidad y el gasto social. Una estabilidad política temprana podría impulsar la confianza empresarial, la inversión y el consumo, especialmente si se reducen los impuestos corporativos.



- **Crecimiento económico se modera en el 3T25, pero composición mejora.** El PIB creció un 1.6% a/a en el 3T25, por debajo de los datos preliminares y las estimaciones del BCCh; sin embargo, el PIB no minero aumentó un 2.6%. Por el lado de la oferta, el desempeño menor al previsto se explicó por el sector minero, que se contraíó un 6.5% a/a debido a un accidente que afectó a El Teniente. Por el lado del gasto, la demanda interna creció por segundo trimestre consecutivo cerca de un 6% a/a, impulsada por la inversión y, en menor medida, por el consumo. El resultado fue parcialmente compensado por las exportaciones netas. Mantenemos nuestra proyección de crecimiento del PIB de 2.4% para este año.
- **Para 2026 proyectamos un crecimiento del PIB de 2.7%.** Esperamos que la inversión vuelva a sorprender al alza, con un impulso algo mayor en la energía y algo más débil en el sector minero en comparación con este año. Además, la confianza de consumidores y empresarios podría aumentar impulsado por una mejora en el entorno político. Esto podría conducir a un avance gradual en proyectos de inversión no mineros que son intensivos en mano de obra, junto con una perspectiva algo mejor para el mercado laboral y el consumo.



- **La economía podría enfrentar un shock de commodities el próximo año.** De no mediar sorpresas en el escenario externo, Chile podría beneficiarse de términos de intercambio históricamente elevados, con un precio del cobre de en ~USD 5/lb y del petróleo entre USD 60-70/bbl. Por supuesto, el contexto internacional seguirá siendo la principal incógnita el próximo año, con el foco puesto en el impacto de los anuncios actuales y futuros de Donald Trump. Por otra parte, el subsidio a las tasas de interés hipotecaria ha avanzado más rápido de lo previsto. Este shock, aunque temporal, podría incentivar a las constructoras a adelantar proyectos de inversión postergados debido al exceso de inventario de viviendas.
- **Perspectivas de inversión mejoran para el próximo año.** Según la Corporación de Bienes de Capital (CBC), la cartera de inversiones para 2026 asciende a ~USD 21 mil MM, lo que representa un aumento del 13% en comparación con 2025, ajustado por inflación y tipo de cambio. Cerca del 60% de la cartera consiste en proyectos de inversión en minería y energía, similar a años anteriores. No obstante, una nueva administración pro mercado y amigable con la inversión tiene el potencial de descongelar proyectos de inversión en otros sectores que han sido pospuestos debido a la incertidumbre política y regulatoria.



Meta fiscal se incumpliría por tercer año consecutivo



■ A pesar de los esfuerzos, la desviación fiscal respecto a la meta se ha ampliado. En el 1T25, el MdeH pronosticó que la meta fiscal se incumpliría nuevamente este año y anunció varias medidas correctivas, tanto administrativas como legislativas. Meses después, el plan de acción correctiva propuesto no avanzó según lo prometido, lo que resultó en una desviación fiscal prevista aún mayor respecto a la meta. El MdeH ahora proyecta un déficit estructural de 2.2% del PIB, un aumento de 1.1 pp en comparación con la meta establecida en el presupuesto fiscal. Como resultado, el país se encamina a un tercer año consecutivo sin cumplir con su meta de balance estructural.

■ **Data de corto plazo sugiere escenario muy desafiante.** A oct-25, el déficit fiscal acumulado a la fecha se ubicó en 2.3% del PIB, sustancialmente inferior al promedio histórico, mientras que el déficit acumulado en 12 meses alcanzó el 2.7 % del PIB. Dada la estacionalidad del gasto fiscal, especialmente durante la última parte del año y en particular en diciembre, las perspectivas fiscales parecen muy desafiantes. Para este año, proyectamos un déficit fiscal de 2.3% del PIB y un déficit estructural de 2.4% (MdeH: -2% y -2.2%, respectivamente).

Supuestos macroeconómicos del MdeH

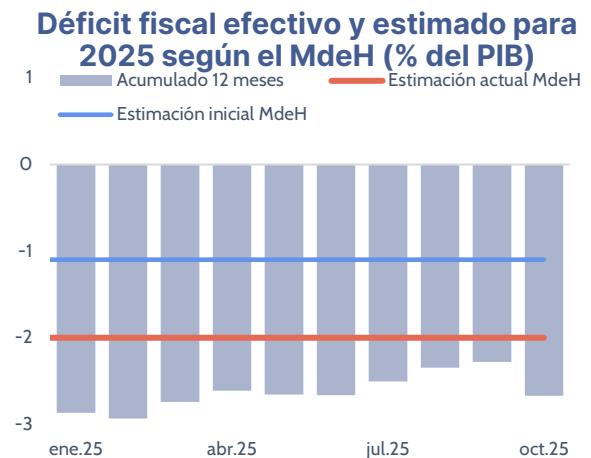
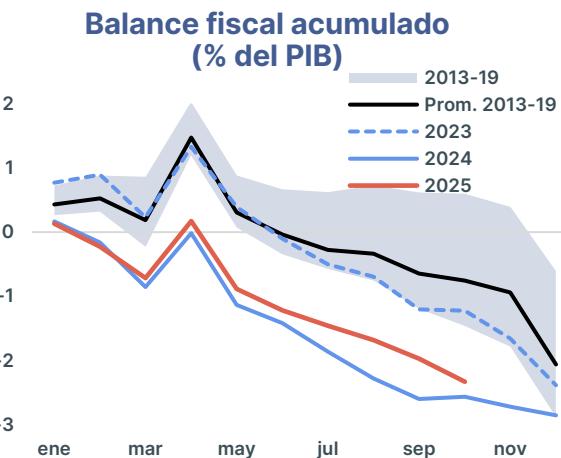
	2025		2026	
	IFP 2T25	IFP 3T25	IFP 2T25	IFP 3T25
PIB a/a	2.5	2.5	2.3	2.5
IPC prom.	4.4	4.4	3.1	3.1
FX \$/US\$	962	962	956	958
Cobre US\$/lb	428	430	430	435

Balance del Gobierno Central según el MdeH (% del PIB)

	2025		2026	
	IFP 2T25	IFP 3T25	IFP 2T25	IFP 3T25
Balance fiscal + MC	-1.5	-2.0	-1.3	-1.5
BF ajuste cíclico + MC	-1.8	-2.2	-1.6	-1.1
Deuda bruta	42.2	42.4	43.0	43.2

■ El Consejo Fiscal Autónomo ha señalado que el escenario actual revela un **estrés fiscal prolongado**. Esto se refleja en déficits estructurales persistentes, un margen fiscal limitado, un nivel de deuda creciente que se acerca al umbral prudente del 45% del PIB y riesgos macrofiscales a corto y mediano plazo. También ha enfatizado la necesidad de un mayor esfuerzo fiscal para minimizar la desviación respecto al objetivo de 2025, alcanzarlo en 2026 y evitar superar el nivel prudente de deuda pública, con el fin de restaurar la credibilidad fiscal mediante un compromiso claro de todos los actores políticos.

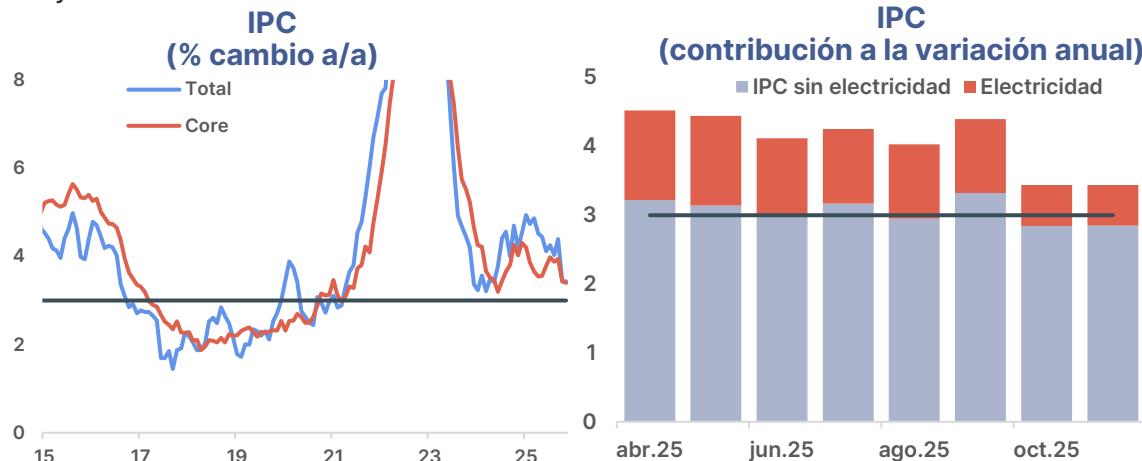
■ **Nuestra perspectiva:** Para 2026, proyectamos un escenario desafiante en un contexto de aumento de los ingresos fiscales esperados vinculados a la ley de cumplimiento tributario, pero con un alto grado de incertidumbre. Asimismo, se requerirán reducciones en el gasto fiscal, pero existen dudas sobre la capacidad de la nueva administración para implementar sus propuestas. Además, varias medidas correctivas requieren la aprobación legislativa, lo que hace que los ajustes fiscales dependan en gran medida de las negociaciones políticas, una perspectiva particularmente desafiante bajo un nuevo gobierno. Proyectamos un déficit fiscal del 2% del PIB y una deuda/PIB del 44% en 2026.



Meta de inflación se alcanzaría antes de lo previsto



■ **Camino a alcanzar la meta de inflación en el 1T26.** La inflación total aumentó 0.3% m/m en nov-25, situándose por debajo de las expectativas del mercado. A pesar de la sorpresa a la baja, una nota de advertencia proviene del índice de difusión, que se situó por encima de su media histórica, probablemente debido al repunte de precios posterior al evento promocional CyberDay, que tuvo lugar el mes anterior, pero también posiblemente debido a una inflación de servicios más dinámica. En términos anuales, la inflación total y subyacente se mantuvo sin cambios en 3.4%. El efecto del ajuste de la tarifa eléctrica que se produjo el año pasado se está desvaneciendo gradualmente de la base de comparación y ahora representa "solo" 0.6 pp del indicador anual (vs 1.1 pp en los meses anteriores). En comparación con el IPoM de sep-25, el resultado, una vez más y de forma similar al mes anterior, representó una importante sorpresa a la baja para el BCCh. En el 4T25, tanto el IPC total como core se situaron ~40pb por debajo del escenario base del IPoM, lo que llevó a la autoridad a revisar a la baja sus estimaciones en el informe de política de dic-25. Otra buena noticia es que es probable que la inflación alcance la meta del 3% durante el 1T26 y, salvo sorpresas locales o externas, el IPC total debería moverse en un rango muy estrecho alrededor de ese nivel durante todo el 1S26.



Fuente: BCCh, INE, Credicorp Capital.

■ **Esperamos un IPC de 3.2% a dic-26.** Hacia adelante, prevemos un escenario de riesgo inflacionario equilibrado. Por un lado, y a pesar de la fragilidad del mercado laboral, la inflación de servicios podría mantener los riesgos al alza por mayores costos laborales, en medio del incremento en la contribución producto de la reforma previsional y el ajuste salarial del sector público. Por otro lado, la disminución de los precios de los combustibles, el menor impacto del reajuste de tarifas eléctricas y la apreciación del CLP sugieren cierta moderación en precios.

■ **BCCh reduce TPM a 4.5% en dic-25.** En decisión unánime, el Consejo del BCCh redujo la tasa de referencia en 25pb, hasta el 4.5%, como anticipaba ampliamente tanto el consenso del mercado como nosotros. El comunicado enfatizó que la meta de inflación se alcanzará en el 1T26, en medio de una evolución más favorable de los factores de costos, mientras que los riesgos inflacionarios han disminuido. En nuestra opinión, el forward guidance es neutral, y la autoridad podría adoptar una postura de "wait & see" el próximo año ante un mejor panorama local y global. Salvo sorpresas locales o externas, nuestro escenario base para 2026 asume que la tasa de referencia se mantendrá sin cambios durante al menos el 1S26. Esperamos que la tasa de política monetaria se sitúe en 4.5 % a dic-26.

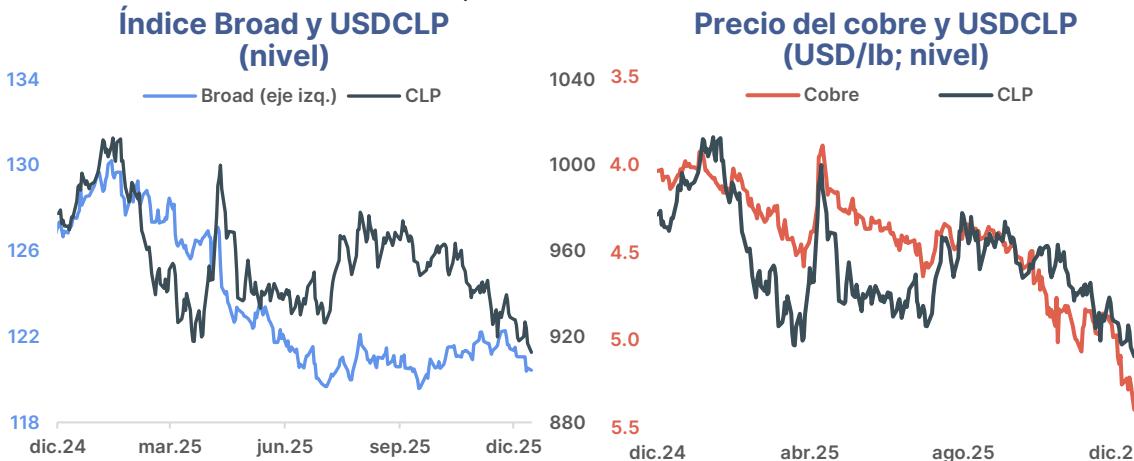


El USDCLP actualmente transa a un precio justo según nuestros modelos



■ **Riesgo global se modera.** La incertidumbre sobre la política comercial global ha disminuido desde los máximos históricos de meses previos, en medio de un acuerdo preliminar entre EE.UU. y China. Por su parte, la Fed reanudó la flexibilización monetaria con recortes de 25pb en las reuniones de sep, oct y dic-25. El dot-plot sugiere mas recortes el próximo año, y el nombramiento de un nuevo presidente de la Fed desempeñará un papel crucial en el momento y la magnitud del ajuste. En este contexto, el USD se ha debilitado ligeramente a nivel global. A nivel local, el USDCLP ha fluctuado dentro de un amplio rango entre \$900 y \$1000, pero con una clara tendencia apreciativa recientemente.

■ **Mejores condiciones respaldan una perspectiva algo más resiliente para el CLP.** A nivel local, los fundamentos han mejorado: la actividad no minera evoluciona ligeramente por encima de su tendencia, los términos de intercambio se encuentran en niveles históricamente altos, el BCCh se acerca al final de su ciclo de flexibilización y las expectativas de empresas y consumidores mejoran. Políticamente, el país viró a la derecha tras la elección de Kast como nuevo presidente, mientras que el Congreso se mantuvo equilibrado. El diferencial de tasas de interés con EE. UU. parece haber tocado fondo, ya que la Fed reanudó los recortes de tasas mientras que el BCCh se mantiene cerca de la neutralidad.



Fuente: BCCh, Bloomberg, Credicorp Capital.

■ **Riesgos persisten a pesar de señales positivas.** El CLP continúa teniendo un rendimiento inferior al de otras monedas LatAm. Desde finales de oct-25, los inversionistas extranjeros han reabierto posiciones cortas en el CLP, que actualmente ascienden a unos USD 5 mil MM. Además, a principios de ago-25, el BCCh anunció un programa de acumulación de reservas internacionales por USD 18.5 mil MM para fortalecer su liquidez. En nuestra opinión, es probable que el BCCh aumente el ritmo actual de compras en la próxima revisión, dado que el programa ha evolucionado ligeramente por debajo del objetivo (~90% de la acumulación prevista). El programa podría revisar las compras diarias actuales desde USD 25 MM a USD30 MM. Además, la posibilidad de que el Banco Central de Colombia adopte un ciclo monetario restrictivo podría reactivar la dinámica de carry trade entre el CLP y el COP. Por último, las condiciones financieras globales están mejorando, aunque los riesgos globales siguen siendo altos y no se puede descartar un fuerte deterioro en un corto período.

■ **Proyectamos un USDCLP en \$900 a dic-26.** Según nuestros modelos, el valor justo del USDCLP se sitúa actualmente entre \$910 y \$920. Hacia adelante, prevemos que el tipo de cambio se situará ligeramente por debajo de estos niveles para finales del próximo año, en un contexto de perspectivas locales y globales más positivas.



Chile: Proyecciones económicas



Chile

Rating (outlook): A (s) / A2 (s) / A- (s)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)								
PIB per cápita (USD)	278,569	254,662	315,201	301,862	335,884	330,140	355,239	375,234
PIB real (var. %)	14,579	13,088	16,018	15,224	16,827	16,436	17,686	18,681
Demanda Interna real (var. %)	0.7	-6.1	11.3	2.2	0.5	2.6	2.4	2.7
Consumo real total (var. %)	0.8	-9.4	21.3	2.3	-3.7	1.4	4.0	3.3
Consumo privado real (var. %)	0.7	-6.6	19.5	2.5	-3.5	1.4	3.0	2.9
Consumo público real (var. %)	0.7	-7.4	21.0	1.6	-4.9	1.0	2.7	3.0
Inversión bruta real (var. %)	0.6	-3.5	14.1	6.3	2.2	3.0	3.5	2.7
Inversión bruta (% del PIB)	1.3	-17.8	27.8	1.8	-4.2	1.0	7.0	5.5
Exportaciones reales (var. %)	24.9	21.1	24.1	25.8	23.4	23.2	24.2	24.5
Importaciones reales (var. %)	-2.5	-0.9	-1.5	0.8	0.1	6.6	4.6	2.5
Tasa de desempleo (promedio, %)	-1.7	-12.3	31.9	1.3	-10.9	2.5	11.3	4.0
Tasa de desempleo (promedio, %)								
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	7.2	10.6	9.5	7.8	8.6	8.5	8.5	8.2
Inflación (promedio)	3.0	3.0	7.2	12.8	3.9	4.5	3.6	3.2
Tasa de referencia (fin de año)	2.6	3.1	4.5	11.6	7.7	3.9	4.2	3.0
Tasa de referencia (fin de año)	1.75	0.50	4.0	11.25	8.3	5.0	4.50	4.50
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal Efectivo	-2.7	-7.4	-7.6	1.1	-2.4	-2.9	-2.3	-2.0
Balance Fiscal Estructural	-1.5	-2.7	-11.4	0.2	-2.6	-3.2	-2.4	-1.5
Deuda pública bruta (% del PIB)	28.0	33.0	36.0	37.3	39.4	42.3	43.0	44.0
Deuda pública neta (% del PIB)	7.9	13.3	20.2	20.4	23.2	26.9	27.5	28.5
Sector externo								
Balanza comercial (USD MM)	3,016	18,917	10,305	3,729	15,323	22,138	19,700	22,900
Exportaciones	68,792	74,024	94,604	98,557	94,557	100,163	106,600	114,500
Importaciones	65,776	55,108	84,299	94,827	79,234	78,025	86,900	91,600
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-14,505	-4,952	-22,962	-26,162	9,684	-7,532	-8,800	-7,400
(Como % del PIB)	-5.3	-1.9	-7.4	-8.7	-3.1	-2.3	-2.4	-2.5
IED (USD MM)	13,579	11,447	15,177	18,772	18,377	12,521	13,100	14,100
Reservas Internacionales (USD MM)	40,657	39,200	51,330	39,154	46,353	44,421	49,000	54,000
Deuda externa (% del PIB)	75.6	73.7	83.5	75.6	76.5	78.0	78.1	79.0
Tipo de cambio (fin de período)	744	711	850	860	885	992	920	900
Tipo de cambio (promedio)	703	792	750	872	839	944	950	920

Fuente: INE, BCCh, Dipres, Estimaciones Credicorp Capital

Nota: Calificadoras S&P / Moody's / Fitch

Colombia

Todo girando en torno a las cuentas fiscales y las próximas elecciones

[Índice](#)

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

▪ **Actividad económica.** Tras una sólida expansión del 3.6% a/a en el 3T25, la economía colombiana acumula un crecimiento de 2.8% YTD. En línea con nuestras expectativas y la dinámica observada durante el último año, el consumo ha seguido siendo el principal motor de la actividad económica, lo que ha provocado un fuerte aumento de la demanda interna (3T25: 5%; YTD: 4.6%). En el ámbito del consumo privado, el sólido dinamismo se ha explicado por: i) salarios reales más altos; ii) una tasa de desempleo históricamente baja; iii) remesas en niveles récord; iv) transferencias gubernamentales a los hogares; v) mayores ingresos de las familias cafeteras; y vi) mayor crédito al consumidor. Por su parte, el consumo público ha contribuido significativamente a la expansión del PIB en medio del deterioro fiscal estructural y la reticencia del Gobierno a realizar recortes de gasto, especialmente durante el periodo electoral. Por el contrario, como se señaló en reportes previos, la inversión sigue rezagada, ya que los componentes residencial, de otras edificaciones y obras civiles siguen muy por debajo de los niveles previos a la pandemia, lo que supone riesgos para el crecimiento del PIB en el futuro. Tasas de interés elevadas y, especialmente, riesgos regulatorios elevados en medio de la incertidumbre política siguen siendo los principales lastres para la inversión. Con la materialización de los riesgos al alza en el consumo, recientemente hemos incrementado nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2025 de 2.3% al 2.7%. Para 2026, también estimamos un 2.7% (anteriormente 2.6%). Sin duda, el crecimiento del 2026 dependerá en gran medida del resultado electoral —dado su rol clave en las decisiones de inversión—, del futuro de la política monetaria y de la evolución del comercio global y las tensiones geopolíticas (incluida la relación entre Colombia y EE.UU.). En cualquier caso, esperamos que el consumo siga siendo el principal motor de la actividad económica en 2026.

▪ **Inflación.** En lo corrido del año, la inflación ha acumulado una variación del 4.8%, +10pb sobre el registro observado un año atrás. Parte del estancamiento en el proceso de reducción de la inflación total ha estado explicado por un avance en la inflación de alimentos (5.18% YTD vs. 2.8% en nov-24). Pero más importantes han resultado los efectos de indexación derivados de una inflación aún elevada, y de los aumentos antitécnicos del salario mínimo (SM). Dicho lo anterior, la decisión de ajuste del SM 2026 será quizás la variable clave detrás de las expectativas de inflación a futuro. Esperamos que en 2025 la inflación cierre en 5.1%. Asumiendo un ajuste del SM cercano al 12%, ajustamos nuestra estimación de inflación de 4.1% a 4.6% para el cierre de 2026.

▪ **Política Monetaria.** La acumulación de riesgos obliga a una postura cautelosa en las decisiones de política monetaria, en medio de: i) una elevada prima de riesgo país (debido al deterioro fiscal estructural); ii) una inflación núcleo que aún supera ampliamente la meta del 3%; iii) riesgos al alza para la inflación, incluido el aumento del salario mínimo; iv) el persistente deterioro de las expectativas de inflación; y v) el dinamismo de la demanda interna. Con todo, habiéndose abierto el debate sobre la eventual necesidad de tener que decretar aumentos en la tasa Repo, teniendo en cuenta tanto los riesgos ya señalados, como el hecho de que la tasa real ex ante se encuentra en terreno contractivo, en nuestro escenario base, la tasa Repo permanecería estable durante buena parte del 2026, cerrando el año en 9%. En todo caso, los riesgos son al alza, con la decisión sobre el salario mínimo potencialmente siendo un factor clave.

▪ **Cuentas fiscales.** Se espera que el déficit fiscal de 2025 se acerque al 6.2% del PIB, por debajo de la estimación de 7.1% incluida en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2025 y de nuestra propia estimación (7.8%). Esto se explica por los efectos contables de las operaciones de manejo de deuda (OMD) adelantadas por la Dirección de Crédito Público en los últimos meses, lo que resultará en una reducción significativa de los pagos de intereses de ~1.5% del PIB. La mala noticia es que este efecto se verá parcialmente compensado por un aumento del déficit primario hasta ~3% del PIB (frente a la proyección previa de 2.4%) debido al aumento del gasto. Las OMD también permitirán que la deuda pública neta se sitúe en torno al 57% del PIB este año, ~4pp por debajo de la estimación anterior. Dicho esto, los riesgos siguen siendo elevados en cuanto una reducción estructural del déficit primario es necesaria para evitar fuertes aumentos de la deuda neta en los próximos años. De hecho, en ausencia de nuevas OMD (lo cual es incierto), el déficit fiscal total podría alcanzar el ~7% del PIB en 2026, con el déficit primario en o incluso por encima del 3% bajo las mayores presiones del gasto primario y el año electoral. Todas las miradas estarán puestas en el plan fiscal del próximo gobierno.

▪ **FX.** El dólar ha seguido presionado a la baja. Si bien los factores globales han seguido jugando un rol clave, las ventas de dólares por parte del MHCP en el marco de las OMD han sido un factor decisivo en los últimos meses. La incertidumbre se mantiene alta, ya que es posible que se produzcan nuevas monetizaciones mientras que el Gobierno ha sugerido que podría decretar que las AFPs aumenten su exposición a activos locales, lo que ejercería una presión significativa a la baja sobre el dólar. Dicho esto, nos mantenemos cautelosos ante la proximidad de las elecciones de 2026, el alto nivel de incertidumbre fiscal y el debilitamiento de las cuentas externas. Por ahora, y hasta obtener más claridad, estimamos un USDCOP de 4,200 a dic-26 (promedio 2026: 4,050).

La carrera presidencial cada vez más cerca en medio de una polarización aún elevada



■ Tensiones en la relación entre los gobiernos de EE.UU. y Colombia siguen aumentando, pero las sanciones se han centrado en personas concretas, no en el país. Basándose en el aumento de la producción de cocaína y el fortalecimiento de grupos ilegales en los últimos años bajo el fallido proceso de 'Paz Total', el Gobierno de EE.UU. incluyó al presidente Petro, a su esposa, a uno de sus hijos y al actual ministro del Interior en la lista de la Oficina de Control de Activos Extranjeros (OFAC), que impone sanciones a personas extranjeras implicadas en el tráfico ilícito de drogas. Cabe recordar que EE.UU. había ya revocado la visa de G. Petro después de que el mandatario colombiano pidiera a los soldados estadounidenses (en Nueva York) que desobedecieran al presidente Trump. Luego de eso, varios funcionarios del gabinete de Petro, entre ellos el actual ministro de Hacienda y la ministra de Asuntos Exteriores, renunciaron a su visa en solidaridad con el mandatario. Sin embargo, a pesar de las tensiones y aunque el presidente Trump ha amenazado con aumentar los aranceles a Colombia, las sanciones hasta ahora se han centrado en el presidente Petro y en individuos concretos, lo cual es favorable para la economía dada su alta dependencia de EE.UU. De la misma manera, el Gobierno de EE.UU. Al final descartó a Colombia en su lucha contra el narcotráfico, pero sin imponer sanciones estrictas, ya que la administración Trump reconoció que el país sigue siendo un aliado fuerte. El papel de algunos políticos y empresarios ha sido fundamental para evitar sanciones a Colombia. En cualquier caso, la incertidumbre sigue siendo alta y, de hecho, las recientes amenazas de una acción militar contra Venezuela son un factor a monitorear toda vez que G. Petro sigue defendiendo la soberanía del país vecino. Del mismo modo, Trump ha sugerido que operaciones militares en Colombia son una posibilidad. En general, los desarrollos en torno a la relación entre EE.UU. y Colombia podrían influir en las elecciones de 2026.

■ Como esperábamos hace tres meses, las principales iniciativas del Gobierno han sido rechazadas por el Congreso. Recientemente, el Senado hundió –por segunda vez– el proyecto de reforma a la salud, al mismo tiempo que, como esperábamos, el proyecto de reforma tributaria por 0.8% del PIB fue rechazado por el Congreso. Otras reformas emblemáticas, como la 'Ley de sometimiento' (destinada a crear condiciones para el acuerdo de 'Paz Total'), mantienen una baja probabilidad de aprobación. Por su parte, la Corte Constitucional no ha emitido una decisión final sobre la reforma pensional tras el empate en sesión plenaria 4-4, por lo que persiste la incertidumbre (recientemente, se eligió a un conjuez para emitir el voto de desempate). Por último, pero no menos importante, el Gobierno ha sugerido la posibilidad de decretar que los fondos de pensiones aumenten su exposición a activos locales e incluso que repatrien los activos mantenidos en el exterior, lo que ha generado incertidumbre, ya que podría tener un impacto significativo en los mercados financieros. No se han proporcionado detalles, pero este tema merece seguimiento.

■ En cuanto a las elecciones presidenciales, el desarrollo más reciente e importante ha sido la elección de Iván Cepeda como candidato presidencial de la extrema izquierda. El 26-oct-25, Iván Cepeda fue el ganador en las primarias del Pacto Histórico. La participación total alcanzó los 2.7 MM de votantes, cifra relativamente buena teniendo en cuenta que no se celebraron otras elecciones el mismo día, y la cual sugiere que el partido gobernante seguirá siendo una fuerza significativa en el Congreso. Cepeda promovió la negociación del acuerdo de paz con la guerrilla de las FARC y actualmente es senador. Aún no está definido por el sistema electoral ni por el Pacto Histórico si Cepeda participará en las primarias de la 'izquierda amplia' en mar-26 o si irá directamente a la primera vuelta.

■ Encuestas recientes sugieren una probable segunda vuelta entre extremos, aunque aún es muy pronto para sacar conclusiones. Cabe recordar que las encuestas de intención de voto fueron suspendidas durante tres meses bajo la nueva ley aprobada por el Congreso en jul-25 que regula la realización de encuestas políticas. Así, en las últimas semanas, se han publicado algunas encuestas, las cuales sugieren que el candidato del partido gobernante, Iván Cepeda, será competitivo, tal y como esperábamos. Específicamente, Cepeda ocupa el primer lugar, en promedio, con un 20-30% de los votos potenciales, lo que coincide con: i) la suma de votos obtenidos por los candidatos 'petristas' antes de las primarias del Pacto Histórico; ii) la proporción de votantes (~26%) que prefieren a un candidato que represente la continuidad respecto a las propuestas y políticas de G. Petro; y iii) la aprobación de G. Petro (30-40%). Por otro lado, el *outsider* de extrema derecha, Abelardo de la Espriella, ocupa el segundo lugar, lo cual estaría en línea con la principal preocupación de la población, a saber, las condiciones de seguridad. Dicho esto, las encuestas sugieren que el centrista Sergio Fajardo podría ser competitivo en la contienda, situándose tercero. En cualquier caso, es demasiado pronto para decirlo, ya que las principales fuerzas políticas y partidos aún no han decidido su candidato final (actualmente hay más de 50 precandidatos). En general, seis meses es mucho tiempo en la política colombiana, especialmente cuando se consideran precedentes importantes: los expresidentes Álvaro Uribe e Iván Duque no eran candidatos visibles incluso medio año antes de sus respectivas elecciones (2002 y 2018, respectivamente), mientras que Rodolfo Hernández, que llegó a la segunda vuelta en 2022, no era muy conocido unos meses antes de la primera vuelta. Por último, pero no menos importante, la nueva ley sobre encuestas ha generado controversia, ya que podría generar sesgos al obligar a los encuestadores a incluir municipios específicos sin considerar los principios estadísticos y de muestreo. En general, se espera más claridad entre ene/mar-26. Nuestro escenario base asume un gobierno promercado en 2026-30, aunque reconocemos que la carrera presidencial será competitiva y ruidosa, especialmente si se mantiene una gran dispersión entre el centro y la derecha.

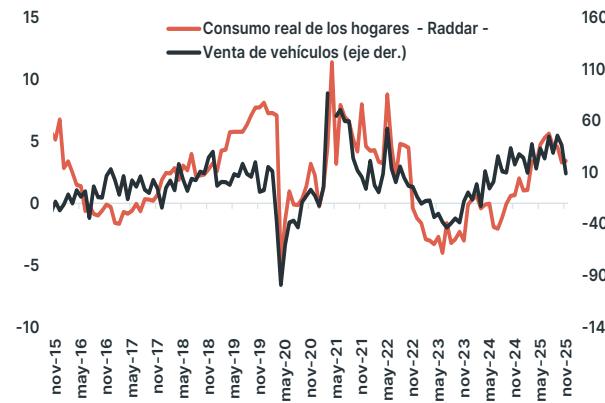
Demanda interna sólida en medio de un fuerte consumo; la inversión sigue rezagada



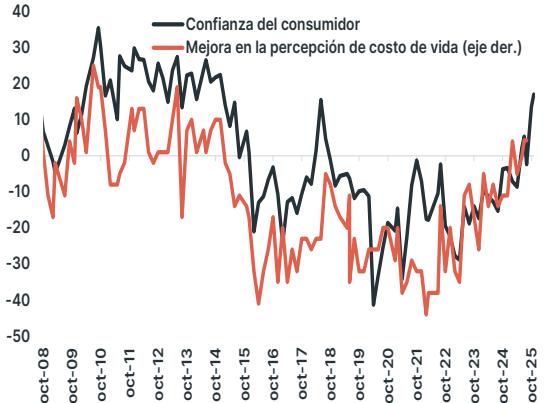
■ La demanda interna creció 5% a/a en el 3T25, acumulando un incremento del 4.6% YTD. Tras un crecimiento de 3.6% a/a en el 3T25 (que superó las expectativas del mercado), el PIB ha acumulado una expansión de 2.8 YTD. En línea con nuestras expectativas y con la dinámica observada durante el último año, la actividad económica sigue impulsada por el consumo. El gasto de los hogares aumentó 4.2% a/a en el 3T25 (YTD: 3.9%), apoyado por: i) mayores ingresos reales tanto de trabajadores asalariados como no asalariados (~7% y ~13% a/a, respectivamente); ii) una tasa de desempleo históricamente baja (8.2%) en medio de un mayor crecimiento del empleo (acumulado 12M a oct-25: 3.3% a/a, la mayor cifra en 20 meses); iii) remesas en niveles récord; iv) transferencias gubernamentales a los hogares; v) mayores ingresos de las familias cafeteras en medio de precios internacionales elevados y mayor producción de café, y, más recientemente; vi) un mayor dinamismo del crédito de consumo debido a condiciones más favorables.

■ En medio del deterioro fiscal estructural, el gasto público sigue siendo un motor importante de crecimiento del PIB. El consumo público creció un impresionante 14.2% a/a en el 3T25 (la cifra más alta desde al menos 2006) en medio de: i) la reticencia del Gobierno a adoptar recortes de gasto; ii) efectos de base estadísticos favorables; y iii) el aumento retroactivo de los salarios de los funcionarios públicos. Por otro lado, cabe destacar que la nómina pública ha aumentado un 0.7% del PIB desde 2022.

Consumo de los hogares y ventas de vehículos (var. % a/a)



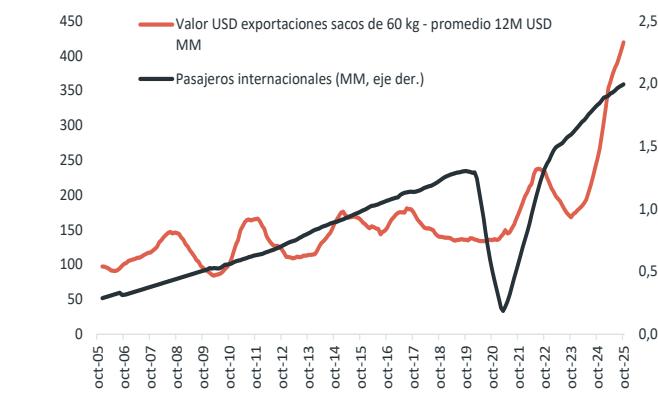
Confianza del consumidor y percepción de costo de vida (%)



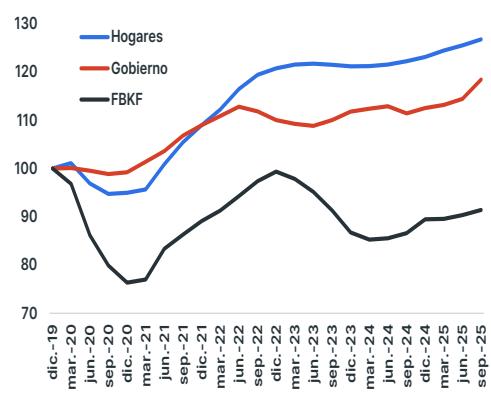
■ La inversión se ha recuperado algo, liderada por maquinaria y equipos, pero sigue rezagada. La inversión total aumentó 2.2% a/a en 3T25, con la inversión fija creciendo 4.8% a/a (YTD 2.9%), liderada por el componente de maquinaria y equipo, que sumó cuatro trimestres consecutivos de crecimiento de dos dígitos (3T25: 13.9% a/a; YTD: 12.4%). Esto último es coherente con el dinamismo de la demanda interna y el comportamiento favorable de las importaciones de bienes de capital, especialmente las dirigidas a los sectores industrial y agrícola. Dicho todo esto, el comportamiento negativo acumulado de la inversión residencial (YTD: -7.7%) y de otras edificaciones y obras civiles (-1.3%) sigue siendo motivo de preocupación. En todo caso, destacamos que las obras civiles han ganado impulso ante la ejecución de proyectos de gobiernos regionales (v.g., Metro, Transmilenio y construcción de trenes regionales en Bogotá).

■ Recientemente aumentamos nuestra estimación de crecimiento del PIB para 2025 de 2.3% al 2.7% debido a la materialización de riesgos al alza por el lado del consumo; para 2026, también estimamos un 2.7% (2.6% antes). Sin duda, el resultado del próximo año dependerá en gran medida del resultado electoral en medio de la actual incertidumbre política y regulatoria, del futuro de la política monetaria y de la evolución del comercio global y las tensiones geopolíticas (incluida la relación entre Colombia y EE.UU.). En cualquier caso, esperamos que el consumo siga siendo el principal motor de la actividad económica en 2026.

Exportaciones de café y turismo internacional entrante (USD MM)



Demanda interna por componentes (nivel; s.a.; 2019 = 100)



Cuentas fiscales: una mejor foto de fin de año, pero el deterioro estructural continúa



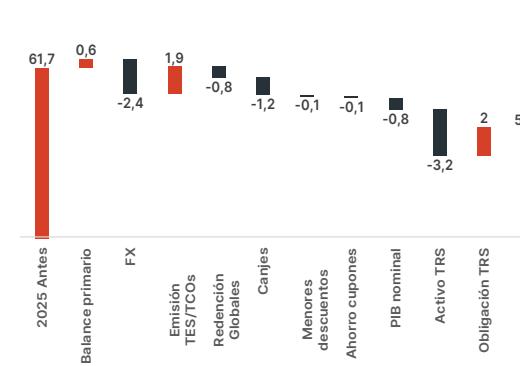
■ El déficit fiscal de 2025 será inferior a lo esperado gracias a las operaciones de manejo de deuda (OMD) de la Dirección de Crédito Público. Según información oficial, las OMD reducirán el pago de intereses en ~1.5% del PIB este año, principalmente debido a canjes en el mercado de TES que han conducido a una disminución importante en el valor nominal de la deuda, lo cual a su vez implica una reducción de la carga de intereses según las prácticas contables aplicables. Las OMD también han incluido la recompra de bonos denominados en COP y USD negociados al descuento (lo cual también reduce el pago de intereses contablemente), la emisión de bonos denominados en EUR y un *total return swap* (TRS) vinculado al CHF por CHF 7.495 (~ USD 9,300 MM). Así, el pago efectivo de intereses probablemente se sitúe cerca de 3.2% del PIB, muy por debajo del 4.7% contemplado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) 2025, llevando el déficit total por debajo tanto de la estimación oficial inicial de 7.1% del PIB como de nuestra proyección de 7.8%.

■ Dicho esto, el deterioro estructural de las cuentas fiscales continúa, con un déficit primario mayor de lo esperado. El déficit primario de 2025 será mayor que el 2.4% del PIB del MFMP debido a un mayor gasto en inversión, con la ejecución del rezago presupuestal de 2024 jugando un rol clave. El Comité Autónomo de la Regla Fiscal (CARF) estima que la inversión pública será de ~2.9% del PIB en 2025, un punto por encima de la proyección oficial y alcanzando el nivel más alto desde 2015. Esto, junto con un gasto en funcionamiento inferior a lo esperado y unos ingresos totales en línea con las estimaciones oficiales –una vez unos ingresos tributarios inferiores a los esperados serán compensados por ingresos extraordinarios–, implica que el déficit primario se situará cerca del 3% del PIB en 2025, el nivel más alto desde 2000 (sin pandemia). Así, la reducción en el pago de intereses se compensará parcialmente con un mayor gasto primario, llevando el déficit total a ~6.2% del PIB en 2025.

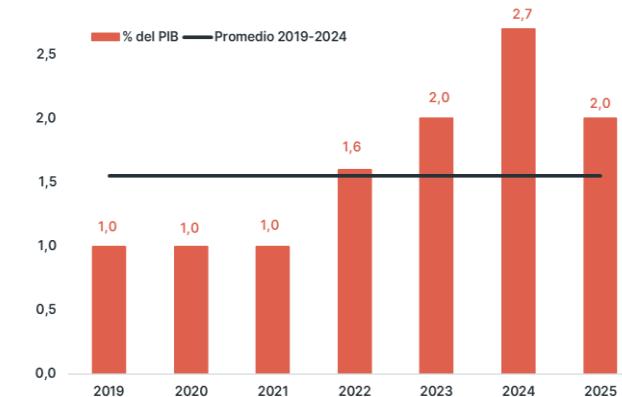
Efecto fiscal de las operaciones de manejo de deuda (cifras al 10-oct-25) *

Indicador de efecto fiscal	COP BB	% del PIB
(+) Valor a girar	0	0
(+) Diferencial de cupones	-2,2	-0,1
(+) Diferencial de indexaciones	0	0
(+) Diferencial del saldo de la deuda	-2,16	-1,2
Efecto fiscal por canjes	-23,8	-1,3
Ahorro de cupones por redención anticipada de bonos globales	-0,1	0
Menores descuentos por cambio en estrategia de colocación	-2,3	-0,1
Efecto fiscal total	-26,2	-1,4

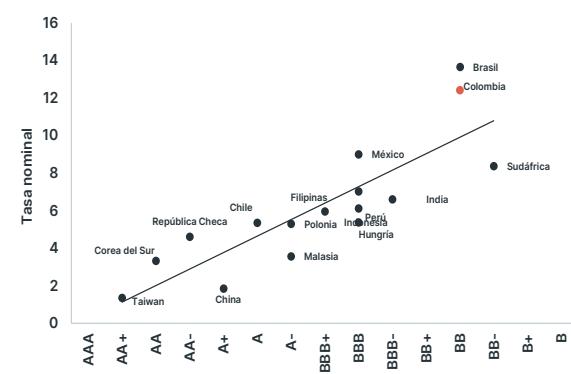
Cambio en la estimación de deuda neta nov-25 vs. jun-25 (% del PIB) *



Rezago presupuestal (% del PIB)



Deuda denominada en moneda local a 10 años y rating soberano (nivel)



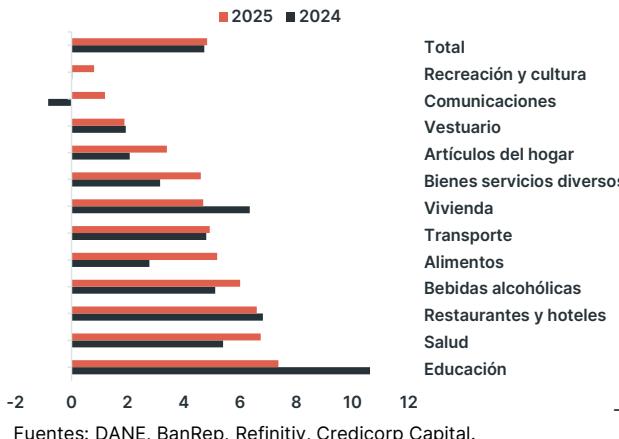
Dominancia fiscal y ajustes al salario mínimo motivados políticamente comprometen la postura del BanRep



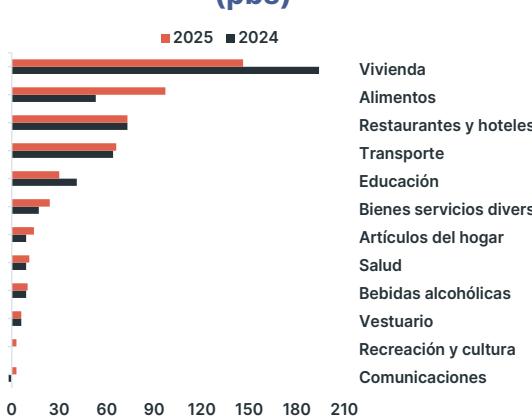
- En lo corrido del año, la inflación se ubica en 4.8%, +10pb sobre el registro observado un año atrás (nov-24). Producto del proceso normal de ajuste en los precios del sector agrícola, y en medio de una exigente base de comparación, parte del estancamiento en el proceso de reducción de la inflación total se explica por un avance en la inflación de alimentos (5.18% YTD vs. 2.8% en nov-24). Pero más importante han resultado los efectos de indexación derivados tanto de una inflación aún elevada, como los aumentos antitécnicos del salario mínimo (SM), los cuales agudizan las rigideces en la convergencia hacia la meta del BanRep. Lo anterior se evidencia en la contribución de divisiones como vivienda, restaurantes y hoteles, transporte y educación. Estas recogen los efectos de indexación vía: i) mayor frecuencia de ajuste en tarifas de servicios públicos; ii) mayores costos laborales (brecha entre el ajuste oficial del SM y lo técnicamente recomendado); y iii) deterioro sostenido en las expectativas de inflación.
- Con todo lo anterior, la decisión de ajuste del salario mínimo 2026 será quizás la variable clave detrás de las expectativas de inflación y de política monetaria en los próximos meses. Según el Gobierno, no hay evidencia de que los aumentos del salario mínimo muy por encima de la inflación en los últimos años hayan afectado la inflación. Esto contradice el hecho de que la inflación de servicios (sin alimentos ni regulados) se mantiene elevada (4.9% a/a). Como resultado, las expectativas de inflación siguen deteriorándose. Ahora los analistas anticipan que en dic-26 la inflación cerraría en cerca de 4.6%, por encima de la estimación de 4.0% observada en sep-25.

- Esperamos que en 2025 la inflación cierre en 5.1%; además, asumiendo un ajuste del salario mínimo cercano al 12%, ajustamos nuestra estimación del 2026 de 4.1% a 4.6%. Esto último, derivado del apoyo del Gobierno nacional a un aumento de dos dígitos en el salario mínimo. Esto apuntalaría la persistencia de la inflación por encima del rango meta, dejando –de momento– al tipo de cambio como la principal variable de contrapeso a las presiones de precios. Con todo, nuestra proyección para dic-26 considera una inflación de alimentos de ~3.5% (5.7% actualmente), bienes ~2.5% (2.6% actualmente), regulados ~6.0% (6.3% actualmente), y servicios ~5.0% (5.7% actualmente).
- La acumulación de riesgos obliga a una postura cautelosa en las decisiones de política monetaria; como lo ha señalado el equipo técnico y la mayoría de la Junta del BanRep, lo que está en juego es la credibilidad del esquema de inflación objetivo. Lo anterior en medio de la combinación de: i) la elevada prima de riesgo país (debido al deterioro fiscal estructural), lo que significa que la tasa real neutral puede ser más alta de lo estimado actualmente (~3% según el equipo técnico del BanRep); ii) una inflación núcleo que aún supera ampliamente la meta del 3%; iii) riesgos al alza para la inflación, incluido el aumento del SM; iv) el persistente deterioro de las expectativas de inflación; y v) el dinamismo de la demanda interna. Con todo, habiéndose abierto el debate sobre la eventual necesidad de tener que decretar aumentos en la tasa Repo, y teniendo en cuenta tanto los riesgos ya señalados, como el hecho de que la tasa real ex ante se encuentra en terreno contractivo, en nuestro escenario base la tasa Repo estaría estable durante buena parte de 2026, cerrando en 9%. En todo caso, los riesgos son al alza, con la decisión sobre el salario mínimo potencialmente siendo un factor clave.

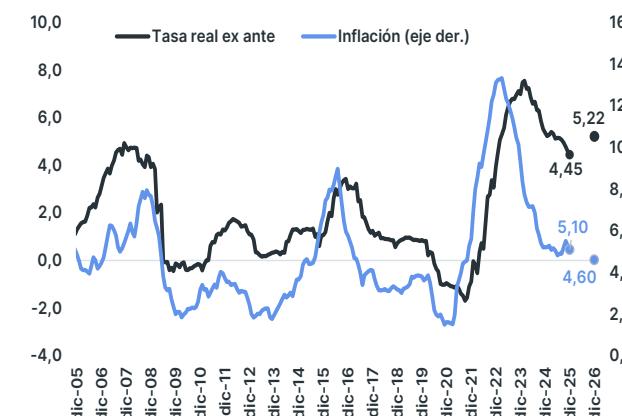
Inflación (var % YTD)



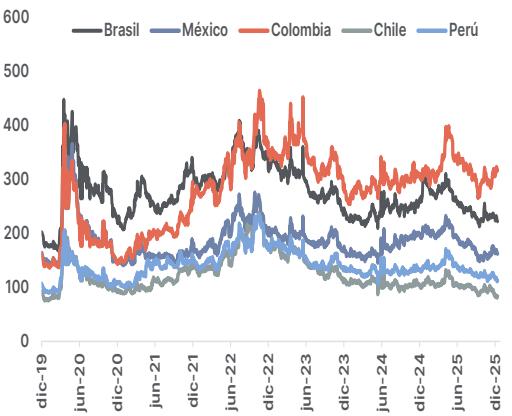
Contribución a la Inflación YTD (pbs)



Inflación y tasa Repo real ex ante (%)



CDS a 10 años (bps)

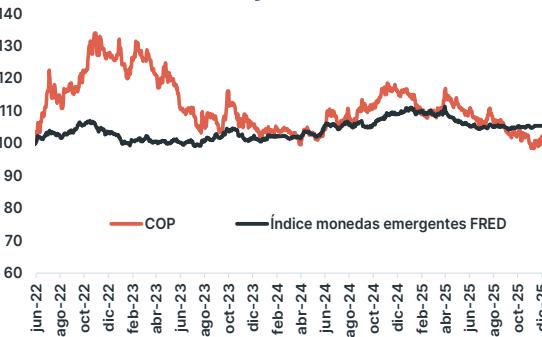


COP: mantenemos nuestra recomendación. Volatilidad podría aumentar en periodo electoral

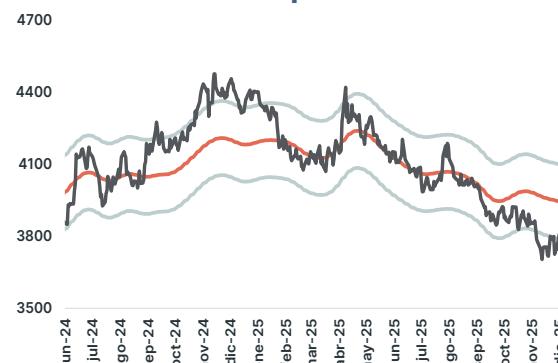
Balanza de pagos (millones de USD, %)

	2022	2023	2024	2025E	2026E
PIB nominal (USD MM)	345.391	363.616	419.274	450.099	482.128
Cuenta Corriente	-20.853	-8.283	-6.880	-11.059	-15.039
% del PIB	-6,0%	-2,3%	-1,6%	-2,5%	-3,1%
Bienes y servicios	-16.068	-7.766	-9.551	-14.660	-18.107
Bienes	-12.178	-6.808	-9.156	-14.414	-17.641
Exportaciones	59.473	52.642	51.091	51.857	53.931
var. %	39,2%	-11,5%	-2,9%	1,5%	4,0%
Importaciones	71.652	59.449	60.246	66.271	71.573
var. %	26,3%	-17,0%	1,3%	10,0%	8,0%
Servicios	-3.890	-959	-396	-246	-466
Exportaciones	14.028	16.014	18.102	19.732	21.310
var. %	71,5%	14,2%	13,0%	9,0%	8,0%
Importaciones	17.917	16.972	18.498	19.978	21.776
var. %	26,2%	-5,3%	9,0%	8,0%	9,0%
Renta Factorial	-17.086	-13.439	-12.836	-12.836	-13.863
var. %	95,9%	-21,3%	-4,5%	0,0%	8,0%
Transferencias	12.301	12.922	15.507	16.438	16.931
var. %	14,2%	5,0%	20,0%	6,0%	3,0%
Cuenta de Capital	20.466	7.849	5.577	12.970	15.000
Inversión Directa	13.799	15.525	9.172	7.850	11.400
Ingresos	17.182	16.794	13.684	12.250	13.500
Egresos	3.384	1.269	4.512	4.400	2.100
Inversión de Portafolio	-427	-8.663	-2.272	4.600	2.950
Ingresos	2.880	1.117	3.113	14.100	4.900
Egresos	3.307	9.780	5.384	9.500	1.950
Créditos y deuda	-8.488	-130	-2.213	520	650
Cambio en activos de reserva	571	1.718	3.593	1.911	-39

Índice de divisas de mercados emergentes COP vs. FRED (22 de junio = 100)



USDCOP: modelo de valor justo de corto plazo *



Fuentes: BanRep, Refinitiv, Credicorp Capital. *Variables clave incluyen: DXY, petróleo brent, CDS a 5 años, monedas latinoamericanas, carry trade ajustado.

■ El comportamiento del USDCOP no solo ha seguido alineado con el desempeño del dólar global, sino que ha sido afectado por los flujos asociados a las estrategias de ingeniería financiera de Crédito Público. Sin desligarse de su condición de 'moneda de alto beta', el desempeño del COP ha seguido de manera consistente el comportamiento del USD global a lo largo del año, lo cual es especialmente claro al observar la relación entre el USDCOP y el índice FRED EM FX, tomando como punto de partida jun-22 (segunda vuelta presidencial). Tras la reversión de la sobrereacción de finales de 2022 causada por las preocupaciones sobre la posibilidad de cambios radicales en los modelos económicos y políticos, el COP ha mantenido una tendencia cercana a la de la mayoría de las monedas emergentes. Sin embargo, en los últimos meses, el COP reporta un fortalecimiento mayor al sugerido por el debilitamiento del USD global. Esto responde principalmente al efecto de mercado de los flujos asociados a las OMD comentadas a lo largo del reporte y, que a la fecha, se traducen en monetizaciones de ~USD 4,000 MM, cifra muy relevante para el mercado local.

■ Lo anterior ocurre en medio de una mejora sostenida del déficit de cuenta corriente (DCC). El DCC ha mostrado una mejora significativa en los últimos años, disminuyendo desde el 6% del PIB en 2022 al ~2.5% actualmente, reduciendo la vulnerabilidad externa. De esta manera, en un contexto en donde la tendencia del USD global en 2025 ha sido el factor principal detrás del comportamiento de las monedas emergentes, incluyendo el COP, el mejor posicionamiento de las cuentas externas ha consolidado la tendencia principal. Entre tanto, consideramos que –en medio del persistente ruido político y regulatorio– la principal fuente de volatilidad en el mercado local está asociada a las acciones de política fiscal domésticas.

■ En todo caso, los recientes acontecimientos fiscales y el período electoral exigen cautela. Si bien no podemos descartar una mayor apreciación del COP a corto plazo, principalmente por flujos asociados a potenciales OMD, mantenemos nuestra recomendación de aprovechar estos niveles para comprar dólares, ya que renovadas presiones de depreciación del COP podrían verse a medida que se acercan las elecciones de 2026, el ruido fiscal permanece, y la incertidumbre externa se mantiene alta (incluidas las tensiones entre los Gobiernos de EE.UU. y Colombia). Al respecto, cabe destacar que en el más reciente Informe de Política Monetaria del BanRep, se destacó que dentro del índice de desbalance macroeconómico para Colombia (IDM), tanto el tipo de cambio real como la situación fiscal se presentan como las variables que reportan desalineamiento, es decir, acumulación de riesgos para el balance macroeconómico. Dicho todo esto, la incertidumbre sigue siendo alta una vez el Gobierno ha sugerido que podría decretar que las AFPs aumenten su exposición a activos locales, lo que ejercería una presión significativa a la baja sobre el dólar. Por ahora, y hasta obtener más claridad, estimamos un USDCOP de 4,200 a dic-26 (promedio 2026: 4,050).

Colombia: pronósticos económicos



Colombia

Rating (outlook): BB (n) / Baa3 (s) / BB (s)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Actividad económica												
PIB corriente (USD MM)	293.321	299.443	303.514	334.116	323.084	270.342	318.623	345.391	363.616	419.274	450.099	482.128
PIB per cápita (USD)	6.333	6.394	6.401	6.451	6.503	5.914	6.462	6.860	6.838	8.063	8.656	9.272
PIB real (var. %)	3,0	2,1	1,4	2,6	3,2	-7,2	10,8	7,3	0,7	1,6	2,7	2,7
Demanda Interna real (var. %)	2,4	1,2	1,1	3,5	4,0	-7,5	13,4	10,3	-2,5	2,0	4,5	3,7
Consumo real total (var. %)	3,4	1,6	2,3	4,0	4,3	-4,2	13,8	8,9	0,6	1,4	4,4	3,6
Consumo privado real (var. %)	3,1	1,6	2,1	3,2	4,1	-5,0	14,7	10,8	0,4	1,6	4,0	3,5
Consumo público real (var. %)	4,9	1,8	3,6	7,4	5,3	-0,8	9,8	1,0	1,6	0,7	6,8	4,1
Inversión bruta real (var. %)	-1,2	-0,2	-3,2	1,5	3,0	-20,7	11,6	16,0	-16,0	5,2	5,0	3,9
Inversión bruta (% del PIB)	23,8	23,2	22,2	22,0	21,9	18,7	18,9	20,4	17,0	17,6	18,0	18,2
Exportaciones reales (var. %)	1,7	-0,2	2,6	0,6	3,1	-22,5	14,6	12,5	3,1	2,5	1,2	3,2
Importaciones reales (var. %)	-1,1	-3,5	1,0	5,8	7,3	-20,1	26,7	24,0	-9,9	4,4	10,5	6,2
Tasa de desempleo (%, promedio)	8,9	9,2	9,4	9,7	10,5	16,1	13,8	11,2	10,2	10,2	9,0	8,8
Precios y monetario												
Inflación (fin de año)	6,8	5,8	4,1	3,2	3,8	1,6	5,6	13,1	9,3	5,2	5,1	4,6
Inflación (promedio)	5,0	7,5	4,3	3,2	3,5	2,5	3,5	10,2	11,8	6,6	5,1	4,7
Tasa de referencia (fin de año)	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	1,75	3,00	12,00	13,00	9,50	9,25	9,00
Cuentas fiscales												
Balance Fiscal GNC (% del PIB)	-3,0	-4,0	-3,7	-3,1	-2,5	-7,8	-7,0	-5,3	-4,3	-6,7	-6,2	-7,0
Deuda bruta GNC (% del PIB)	44,6	45,6	46,4	49,3	50,3	65,0	63,0	60,8	56,3	61,6	64,7	64,0
Deuda neta GNC (% del PIB)	41,8	43,2	43,8	46,3	48,4	60,7	60,0	57,7	53,4	59,3	57,2	61,3
Balance Fiscal GG (% del PIB)	-3,2	-2,4	-2,5	-2,6	-2,6	-7,2	-7,1	-6,3	-2,7	-4,7	-4,7	-5,8
Deuda bruta GG (% del PIB)	47,0	47,7	48,6	51,4	52,3	67,2	65,7	64,6	60,2	63,9	64,7	64,3
Deuda neta GG (% del PIB)	30,2	30,9	32,9	35,1	37,7	49,7	50,6	50,4	47,5	49,8	46,9	50,3
Sector externo												
Balanza comercial (USD MM)	-13.479	-9.176	-4.285	-6.394	-9.863	-8.870	-13.984	-12.178	-6.808	-9.160	-14.414	-17.641
Exportaciones	38.572	34.063	39.786	42.993	40.656	32.309	42.736	59.473	52.642	51.086	51.857	53.931
Importaciones	52.051	43.239	44.070	49.387	50.518	41.179	56.719	71.652	59.449	60.246	66.271	71.573
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-18.702	-12.587	-9.924	-14.041	-14.809	-9.267	-17.949	-20.879	-8.296	-7.225	-11.059	-15.039
(Como % del PIB)	-6,4	-4,4	-3,2	-4,2	-4,6	-3,4	-5,6	-6,0	-2,3	-1,7	-2,5	-3,1
IED (USD MM)	11.621	13.858	13.701	11.299	13.989	7.459	9.561	17.182	16.794	14.234	12.250	13.500
Reservas Internacionales (USD MM)	46.741	46.683	47.637	48.402	53.174	59.039	58.588	57.290	59.639	62.510	66.150	66.650
Deuda externa total (% del PIB)	38,0	42,5	40,0	39,5	42,9	57,1	53,9	53,3	53,6	49,7	47,5	49,2
Tipo de cambio (fin de período)	3.175	3.002	2.984	3.249	3.297	3.416	4.039	4.810	3.822	4.409	3.920	4.200
Tipo de cambio (promedio)	2.760	3.051	2.951	2.957	3.283	3.693	3.720	4.256	4.326	4.074	4.100	4.050

Nota: Calificadoras S&P / Moody's / Fitch

Perú

2026: tercer año consecutivo de crecimiento cercano al 3.5%

Índice

Resumen ejecutivo y balance de riesgos



■ **Actividad Económica.** En 2026 el PIB crecerá entre 3.2% y 3.5%, y con ello se registrarán tres años consecutivos creciendo en torno de 3.5%. Los principales factores que sostienen este crecimiento son: i) vientos externos positivos por términos de intercambio en niveles máximos y menores tasas externas, ii) el impulso favorable derivado de la maduración del ciclo económico, iii) inflación controlada (total y core incluso por debajo del punto medio del rango meta), lo que favorece la recuperación del salario real, iv) aceleración en la originación de créditos en línea con una mayor demanda agregada y una mejor salud financiera de los agentes económicos, y v) expectativas económicas que se mantienen en terreno optimista y han continuado mejorando durante el año. Adicionalmente, un nuevo ciclo de inversión minera reforzará la actividad económica. No obstante, persisten tres riesgos domésticos relevantes: i) los resultados de las elecciones generales (primera vuelta en abril de 2026 y segunda en junio), ii) la mayor competencia para las industrias locales derivada de un incremento en las importaciones chinas (y un Sol más apreciado), y iii) el clima y "El Niño". A esto se suma el entorno internacional con discusiones sobre un excesivo optimismo en las valoraciones bursátiles o un nuevo jefe de la FED muy *dovish*, entre otros. Dicho esto, el Perú apenas está recuperando terreno frente a otras economías latinoamericanas tras la pandemia (considerando la recesión de 2023), por lo que asumir una mayor convergencia es razonable. Si los precios de los commodities se mantienen fuertes y los resultados electorales impactan positivamente la inversión privada, el Perú podría incluso crecer por encima de su promedio de largo plazo (últimos 100 años), cercano al 4%.

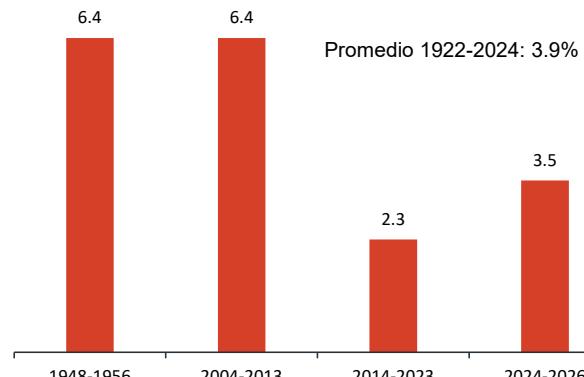
■ **Inflación.** Esperamos que la inflación al consumidor se acelere gradualmente hasta 2% a lo largo de 2026, conforme se diluya el efecto de un tipo de cambio más apreciado y la menor cotización internacional del petróleo (que ha caído alrededor de 20% en lo que va del año). La inflación subyacente también se ubicará en torno al 2%, en línea con una actividad económica cercana a su nivel potencial.

■ **Política Monetaria.** Para moderar la reciente apreciación del PEN (10% YTD), el BCRP ha comprado USD 1,384 millones en el mercado spot durante el 4T25 y ha reducido sus "swaps cambiarios" de PEN 48 a PEN 23 mil millones. Además de intensificar el uso de esas herramientas en el 2026, un contexto de términos de intercambio históricamente altos podría llevar al BCRP a reducir aún más el diferencial de su tasa frente a la FED (hoy 4.25% vs 3.75%). Así, en la medida que la FED recorte más su tasa, el BCRP podría optar por un recorte adicional de 25pbs y llevar la tasa de referencia de 4.25% a 4.00% en el 2026.

■ **Cuentas Fiscales.** Estimamos que el déficit fiscal cierre en 2.0% del PIB el próximo año. Al igual que este año, el déficit se reducirá aún más durante la campaña de regularización del impuesto a la renta en marzo/abril, en un contexto de utilidades favorables en las unidades mineras y una demanda interna robusta, apoyada por nuevos máximos en los términos de intercambio. Sin embargo, aún persisten importantes retos de mediano plazo.

■ **FX.** Diversos factores macroeconómicos —como términos de intercambio récord, cuatro años consecutivos de superávit en cuenta corriente, debilidad global del dólar y un diferencial esperado más amplio entre las tasas del BCRP y la FED— apuntan hacia una apreciación del sol en el horizonte de proyección. En este sentido, esperamos que el tipo de cambio cierre 2026 en torno a 3.30-3.35. Si los precios de los metales de exportación continúan al alza, el USDPEN rompería el nivel de 3.30.

Crecimiento del PIB por períodos (var. %)

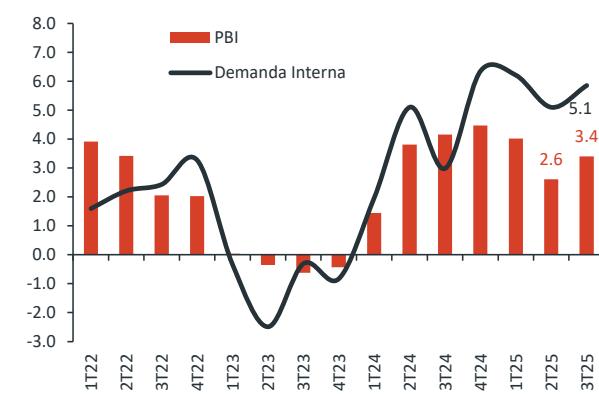


El gasto privado continúa como el principal motor de crecimiento

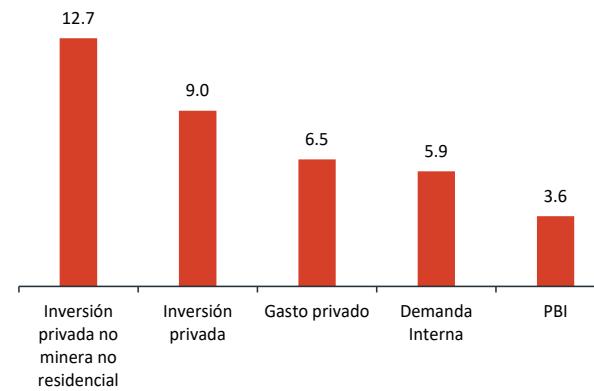
■ **Crecimiento sólido impulsado por el gasto privado.** En dic-23 mencionamos por primera vez que Perú mostraría dinámicas propias del ciclo económico. Desde entonces, la economía ha transitado de una recesión en 2023 a una recuperación inicial en 2024, y posteriormente hacia una etapa intermedia del ciclo económico en 2025. Como hemos reiterado en diversos Reportes Trimestrales, esta fase suele ser la de mayor duración, en la que la economía consolida su dinamismo e inercia, aunque las tasas de crecimiento sean más moderadas que en la etapa inicial. En este contexto, destacamos que, si bien el PIB creció 3.4% a/a el 3T25, la Demanda Interna se expandió 5.9% a/a. Más relevante aún, entre 4T24 y el 3T25 hemos observado un crecimiento notable en los componentes del gasto privado, especialmente en la inversión.

■ **Vientos externos favorables aportan impulso adicional.** Además del dinamismo del ciclo económico, los términos de intercambio han superado expectativas y se ubican en un máximo de 75 años. Entre 2023 y 2026, los términos de intercambio habrán aumentado alrededor de 50%, favorecidos tanto por mayores precios de exportación como por menores precios de importación. Este es un shock significativo, solo inferior al auge entre 2004 y 2007, cuando los estos crecieron 63%. En ese episodio, los precios de exportación más que se duplicaron, liderados por cobre, compensando el incremento en los precios de importación.

PIB y demanda interna
(var. % a/a)



PIB y sus componentes entre 4T24 y 3T25 (var. % a/a)



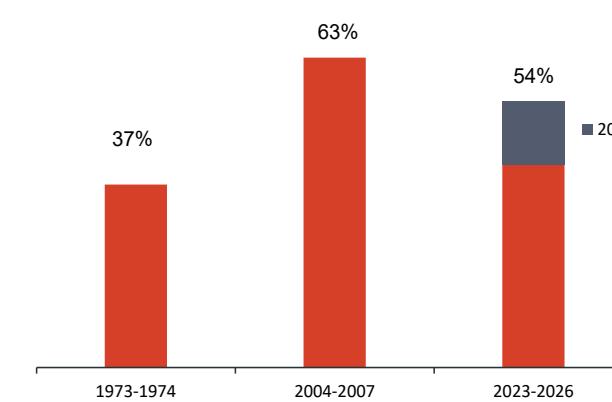
Fuente: BCRP, Produce, Estudios Económicos - BCP

■ **Indicadores económicos disponibles mantienen un desempeño sólido durante el 4T25:**

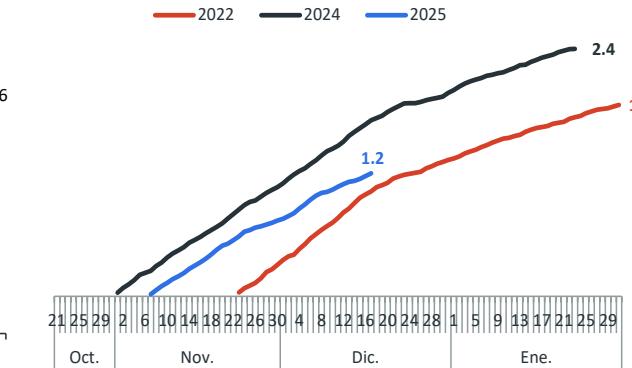
- Las ventas de vehículos pesados aumentaron 43% a/a en oct/nov-25 (3T25: 40%), mientras que las ventas de vehículos livianos crecieron 29% (3T25: 24%).
- El consumo interno de cemento creció 10% a/a en oct/nov-25 (3T25: 8%), y las ventas inmobiliarias aumentaron 10% a/a en oct/nov-25 (3T25: 15%).
- Las importaciones de bienes de capital avanzaron 11% a/a en términos nominales en oct/nov-25 (3T25: 20%).
- La encuesta de expectativas macroeconómicas mostró que la mayoría de los indicadores de situación actual y expectativas se mantuvieron en terreno optimista en nov-25 (16 de 18), y que la mayoría mejoró respecto al mes anterior.

■ **El PIB crecería alrededor de 3.4% a/a en el 4T25.** La menor cuota de la segunda temporada de pesca de anchoveta respecto al año pasado provocará una caída en el sector pesquero, pero esto será compensado en gran medida por los desembolsos iniciales del octavo retiro de fondos de pensiones iniciado a fines de nov-25. **Para el 1T26 esperamos que el PIB se expanda alrededor de 3.1% a/a**, dado que el sólido desempeño de fines de 2025 se trasladará al verano, con el gasto privado manteniéndose como el principal motor del crecimiento.

Episodios de fuerte incrementos de términos de intercambio (var. %)



Captura en la segunda temporada de pesca de anchoveta (millones de TM, al 17-dic)



La economía crecería cerca del 3.5% por tercer año consecutivo en 2026



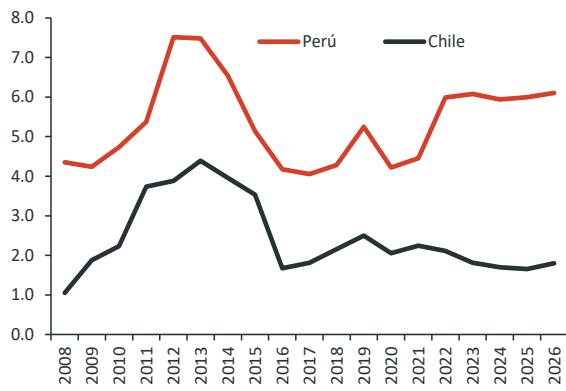
■ **Tres años creciendo alrededor del 3.5%.** Tras una expansión de 3.4% en 2025, proyectamos que el PIB crecerá entre 3.2% y 3.5% en 2026, lo que implicará 3 años consecutivos creciendo cerca de 3.5%, el mayor ritmo entre los pares regionales. Los principales factores que sostienen este crecimiento robusto son: i) el impulso favorable derivado de la maduración del ciclo económico, ii) vientos externos favorables por términos de intercambio en niveles máximos y menores tasas externas, iii) inflación controlada (total y core dentro del rango meta), lo que favorece la recuperación del salario real, iv) aceleración en la originación de créditos en línea con una mayor demanda agregada, y v) expectativas económicas que se mantienen en terreno optimista y han continuado mejorando durante el año. Adicionalmente, un nuevo ciclo de inversión minera reforzará la actividad económica.

■ **El gasto privado como principal motor del crecimiento.** Esperamos que la demanda interna crezca por encima del PIB y el gasto privado seguirá siendo el principal motor de crecimiento. En consumo, la combinación de mayor empleo formal, inflación baja, y el impulso del 8vo retiro de fondos de pensiones (superaría los PEN 20 mil millones) permitirá un crecimiento sólido. En inversión, la minería liderará la expansión con la ejecución de proyectos como Tía María, Zafranal, Antamina, Cuajone, entre otros. Asimismo, la combinación de

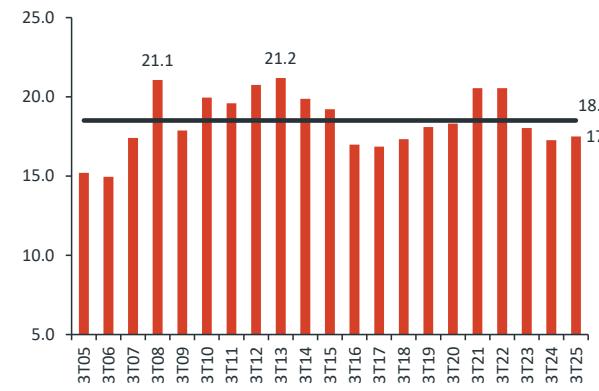
expectativas empresariales en terreno optimista, una postura monetaria neutral y términos de intercambio favorables permitirá un crecimiento sostenido en la inversión no minera y no residencial.

■ **El reto de aprovechar oportunidades.** Consideramos que Perú se encuentra en un momento oportuno dentro del ciclo económico, beneficiándose de los vientos favorables de los términos de intercambio. Como señalamos en el anterior Reporte Trimestral, el reto de política económica es capitalizar estos vientos mediante la reducción de trabas burocráticas y la aceleración de la inversión de mediano plazo (minería, infraestructura, etc.). Nuestras proyecciones contemplan que la inversión minera se acelerará en los próximos años, alcanzando USD 6.3 mil millones en 2026, lo que implica un incremento nominal de 16% respecto a 2025, aunque aún por debajo de los picos previos como porcentaje del PIB. Además, la inversión privada debería expandirse cerca de 12% en 2026 para que la relación inversión privada/PIB se acerque a su promedio de 20 años. Perú apenas está recuperando terreno frente a otras economías latinoamericanas tras la pandemia (considerando la recesión de 2023), por lo que asumir una mayor convergencia es razonable dados sus buenos fundamentos. Si los precios de los commodities se mantienen fuertes y los resultados electorales no alteran las expectativas de los agentes económicos, Perú podría incluso crecer en torno de su promedio de largo plazo, cercano al 4%.

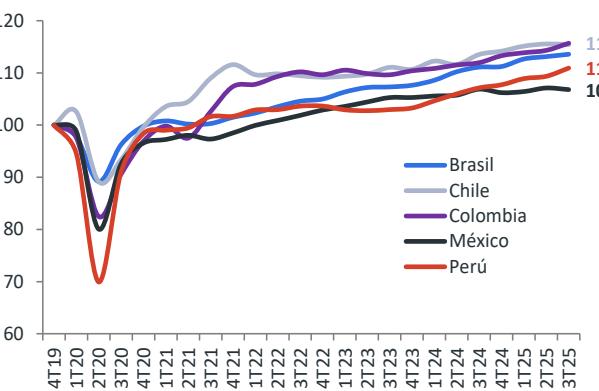
Inversión minera
(% del PIB)



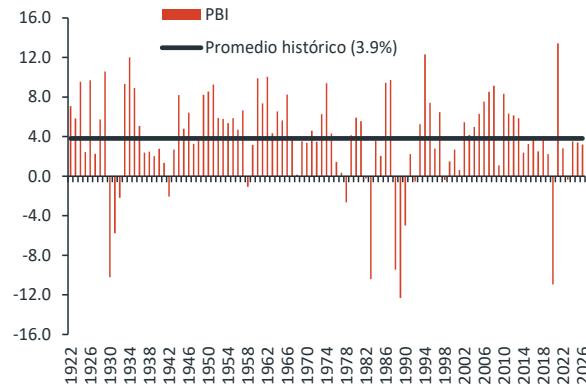
Inversión privada
(% del PIB)



PIB en Latinoamérica
(desestacionalizado, 2019 = 100)



PIB
(var. %)



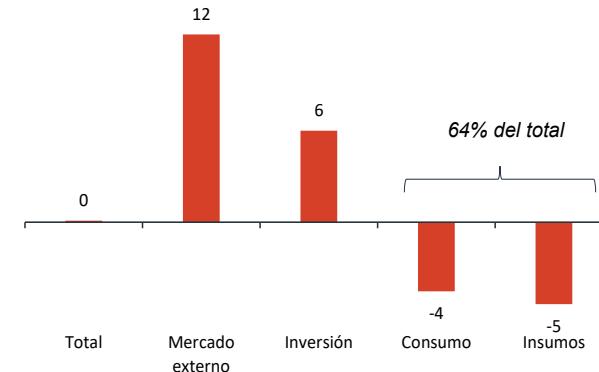
Elecciones generales, importaciones de China y “El Niño” son los principales riesgos locales a monitorear



■ **Una incertidumbre ya conocida.** Aún es prematuro realizar una evaluación realista sobre posibles resultados de las elecciones generales con la información disponible de las encuestas (los 3 principales candidatos suman menos del 30% de intención de voto, mientras que casi el 50% de encuestados se mantiene indeciso o planea votar en blanco/nulo). Dicho esto, se puede anotar los siguiente sobre las elecciones: (i) la fragmentación política parece un resultado probable, con casi 40 partidos inscritos (muchos podrían no superar la valla electoral), y (ii) las encuestas cobrarán mayor relevancia conforme se acerquen las fechas de votación (12-abr para la 1ra vuelta y 7-jun para la 2da). Cabe señalar que en las dos últimas elecciones, la diferencia en votos válidos entre los dos candidatos que pasaron a 2da vuelta fue menor a 50 mil votos. Además, el poder legislativo incluirá ahora un Senado, además de Congreso.

■ **Industrias locales enfrentan retos relevantes.** Aunque el PIB creció 3.4% interanual en los primeros 10 meses del año, el único sector que registró contracción fue la manufactura no primaria (-0.2%), reflejando un desempeño débil de la producción industrial local. Excluyendo años de recesión, el número de rubros en contracción es el más alto desde 2015 (ese año la demanda interna creció 3.6%). Rubros como plásticos, productos metálicos, higiene personal y maquinaria y equipo enfrentan mayor competencia de bienes importados desde China

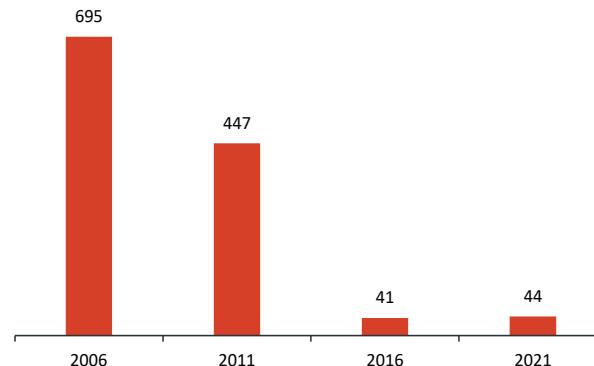
Principales rubros de manufactura no primaria en ene/sep-25 (var. % a/a)



(generalmente a precios más bajos), que han ingresado al país como consecuencia de desvíos de comercio tras el aumento de aranceles entre EE.UU. y China. En paralelo, algunas industrias enfrentan una demanda debilitada en un contexto de fuerte apreciación del PEN observada este año (el PEN se ha apreciado alrededor de 10% YTD, y el tipo de cambio real multilateral se ubica en su nivel más bajo desde 1998). Así, el riesgo para la producción industrial es que permanezca débil ante mayor competencia externa y un tipo de cambio más bajo, lo que podría implicar que se mantenga en terreno negativo dentro del horizonte de proyección.

- **Monitoreo de la probabilidad de un evento “El Niño”.** Al 18-dic, el último comunicado de ENFEN indica que la probabilidad de un evento El Niño durante el verano de 2026 (periodo relevante por coincidir con la temporada de lluvias en el norte del país) se ubica en 32% (evento moderado: 7%). Cabe señalar que estas probabilidades no han tenido el mejor desempeño, ya que en dic-16 y dic-22 el escenario base no contemplaba un evento El Niño, pero estos ocurrieron en 2017 y 2023. Será clave monitorear la temperatura superficial del mar en los próximos meses. El próximo comunicado oficial de ENFEN se publicará el 15 de enero.
- A estos se suma el entorno internacional con discusiones sobre excesivo optimismo en valoraciones bursátiles o un nuevo jefe de la FED muy *dovish*, entre otros.

Diferencia de votos válidos entre candidatos que pasan a segunda vuelta (miles)

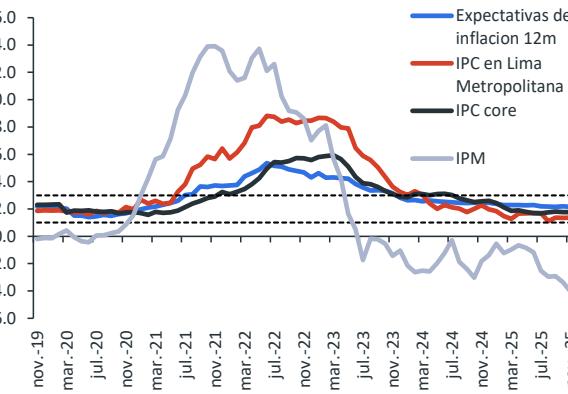


BCRP con espacio para ajustar una vez más la postura monetaria en 2026

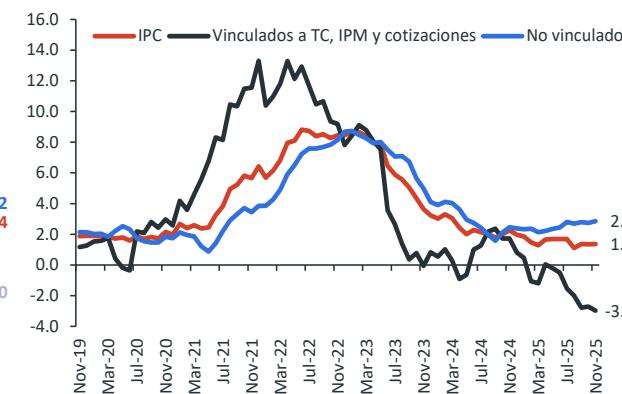


- **Métricas de inflación controladas.** A nov-25, la inflación acumuló tres meses en 1.4% a/a, mientras que la inflación core se mantuvo en 1.8% (cuarto mes consecutivo), mínimos en 4 años y medio. Además, las expectativas de inflación se han mantenido en 2.2% durante los últimos cinco meses, mientras que el IPM cayó 4.0% a/a, el registro más bajo en 16 años. Destacamos que los datos de inflación, que han venido por debajo de lo esperado durante el año, está afectada por un tipo de cambio más bajo (incluso con débil traspaso, el PEN se aprecia 10% YTD) y menores precios nominales de importación (commodities y no commodities). Excluyendo estos efectos, la inflación se ubicaría más cerca de 2%.
- **Se espera una aceleración gradual de la inflación.** Proyectamos que la inflación se acelere gradualmente hacia 2% a lo largo de 2026, conforme se diluya el efecto de menor tipo de cambio y caída de los precios del petróleo (retrocedieron cerca de 20% YTD). La inflación core también se ubicará en torno a 2%, en línea con una actividad económica cercana a su potencial.
- **Tasa de referencia cerró en 4.25% en 2025.** El BCRP mantuvo su tasa de referencia en 4.25% en diciembre, en línea con lo previsto por nosotros desde mediados de 2024. En su comunicado, la entidad no mencionó que la tasa esté cerca de su nivel neutral estimado ya que esta frase se ha utilizado

Indicadores de inflación
(var. % a/a)



Inflación por componentes
(var. % a/a)

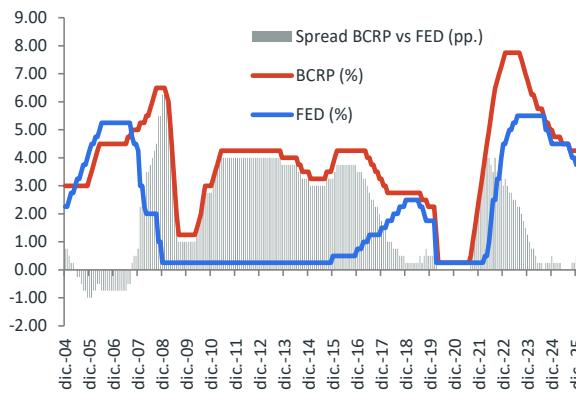


Fuente: BCRP, INEI, Estudios Económicos - BCP

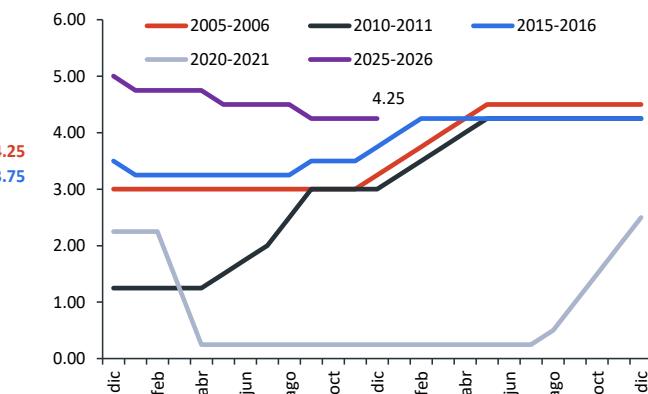
luego de los recortes realizados este año.

- **Un ajuste adicional de tasa en 2026.** Consideramos que el Banco Central no tiene premura por flexibilizar la política monetaria en un contexto de crecimiento robusto (la demanda interna creció 5.9% a/a el 3T25) y actividad económica cercana a su potencial (el PIB creció 3.4% a/a en ene/oct-25). Además, destacamos que no existe evidencia estadística de que el BCRP reduzca su tasa en medio de períodos electorales. No obstante, esperamos que las métricas de inflación se mantengan controladas dentro del rango meta (inflación general por debajo de 2% en los próximos meses), lo que permitirá al BCRP realizar un recorte de tasa el 2026. Adicionalmente, se espera que el FOMC continúe reduciendo su tasa en los próximos trimestres, lo que otorgará mayor espacio al BCRP para un ajuste adicional. Cabe señalar que los Certificados de Depósito del BCRP se han emitido a tasas alrededor del 4% con plazos de 6 a 12 meses.
- Para enfrentar la reciente apreciación del PEN, el BCRP ha comprado USD 1,384 millones en el mercado spot durante el 4T25 y ha reducido sus "swaps cambiarios" de PEN 48 a PEN 23 mil millones. Sin embargo, un contexto de términos de intercambio históricamente altos podría llevar al BCRP a reducir aún más su diferencial frente a la FED (actualmente: 50 pb).

Diferencial de tasa BCRP vs FED
(% y pp.)



Tasa BCRP en períodos electorales
(%)

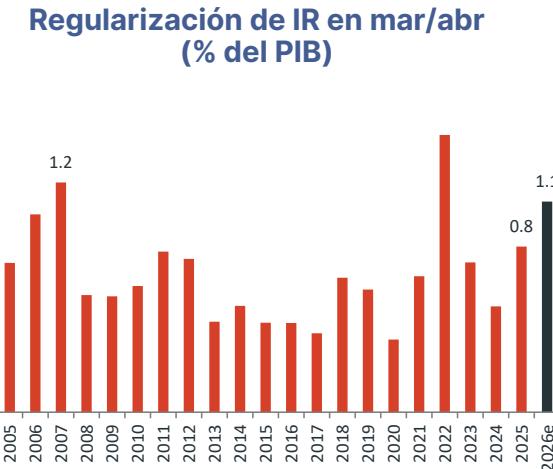
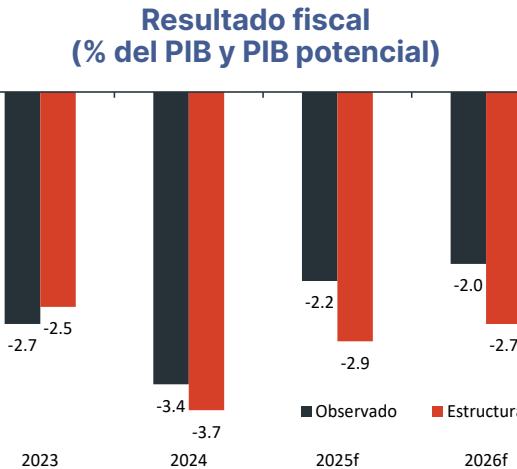


Fiscal: alivio de corto plazo, pero retos de mediano plazo persisten



▪ **Reducción del déficit fiscal.** A nov-25, el déficit fiscal anualizado se ubicó en 2.3% del PIB, acercándose a la regla fiscal (2.2% del PIB). Esta reducción se explica principalmente por mayores ingresos fiscales, que crecieron 11% a/a en ene/nov-25 (IR: +21%, IGV interno: +8%) en un contexto de recuperación cíclica y términos de intercambio récord. En paralelo, el gasto no financiero aumentó 5% a/a en el mismo período (remuneraciones: +7%, inversión pública: +8%).

▪ **Más cerca del cumplimiento de las reglas fiscales.** Estimamos que el déficit fiscal cierre este año en 2.2% y en 2.0% en 2026, más cerca de las reglas fiscales vigente. Al igual que este año, el déficit se reducirá durante la campaña de regularización del Impuesto a la Renta en marzo/abril, apoyado por utilidades favorables en unidades mineras y una demanda interna robusta en un contexto de nuevos máximos en términos de intercambio. En cuanto al gasto, el presupuesto aprobado para 2026 implica solo un incremento de 2.3% respecto al PIA de 2025, aunque destacamos retos en su composición (gasto corriente: +5%, gasto de capital: -11%). Además, a lo largo del año el gobierno ha anunciado la intención de adquirir 24 nuevos aviones de combate dentro del horizonte de proyección por un total de USD 3.5 mil millones, lo que podría generar un aumento puntual del gasto público (la ley de financiamiento 2026 aprobó emisiones de deuda por PEN 7.3 mil millones para este fin).

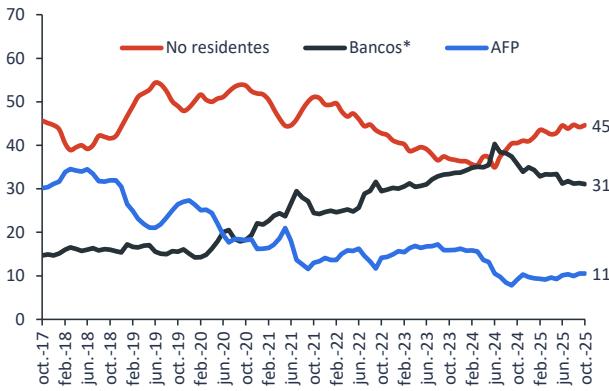


Fuente: BCRP, MEF, PiP, Estudios Económicos - BCP

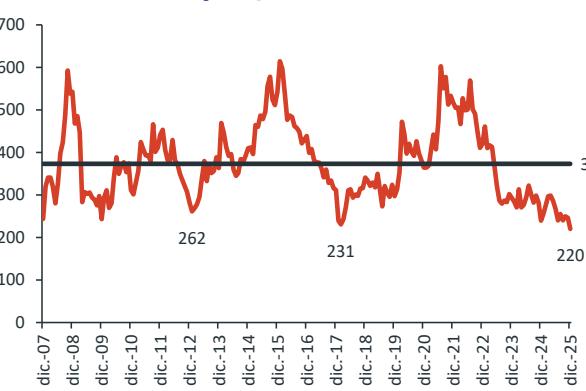
▪ **Primas de riesgo comprimidas en línea con sólidos fundamentos.** El diferencial entre el rendimiento soberano a 10 años y el UST10Y se encuentra en torno mínimo, consistente con un crecimiento del PIB en torno al potencial, tasas de inflación inferiores a las de EE.UU., presiones de apreciación del PEN y mayor tenencia de bonos soberanos por no residentes. En este contexto, no descartamos que el MEF ejecute una nueva operación de administración e deuda (similar a 2023, 2024 y 2025), considerando que en 2026 vencen aproximadamente PEN 4 mil millones en bonos soberanos y globales. Nuestras estimaciones sugieren que las necesidades de financiamiento para 2026 suman alrededor de PEN 30 mil millones.

▪ **Retos de mediano plazo por atender.** A pesar de la solidez de las cuentas fiscales (deuda pública en 32% del PIB), existen desafíos relevantes en el horizonte: i) según el Consejo Fiscal, entre 2021 y oct-25 el Congreso aprobó 229 leyes con impacto fiscal negativo (101 por insistencia, con un costo estimado total de casi PEN 36 mil millones -equivalente a 3.5% del PIB- más de 3 veces el promedio de períodos anteriores), ii) contingencias fiscales como la situación financiera de Petroperú o litigios en tribunales internacionales, y iii) reconstrucción de los colchones fiscales en un contexto de términos de intercambio históricamente altos. Perú debería mostrar al menos un superávit primario para recomponer los fondos utilizados en los últimos 10 años; este año se registrará un déficit primario de 0.5% del PIB.

Tenencia de soberanos (% del total)



Diferencial duración PEN10Y vs UST10Y (pbs, al 16-dic)



Tipo de cambio podría romper el USDPEN 3.30 si precios de metales se mantienen sólidos



■ **Cuentas externas persistentemente sólidas.** La cuenta corriente registró un superávit de 2.8% del PIB el 3T25 (anualizado: 2.2%). El principal factor es el histórico superávit comercial (anualizado en USD 32 mil millones), respaldado por términos de intercambio máximos de 75 años. Esto fue parcialmente compensado por un incremento de USD 1.2 mil millones en déficit de renta primaria, reflejando mayores utilidades de empresas de IED. En la cuenta financiera, los flujos netos de capital sumaron USD 1.6 mil millones, explicados por: (i) mayor IED por USD 2 mil millones y (ii) mayores préstamos netos por USD 2 mil millones. Cabe señalar que los flujos de corto plazo registraron una salida neta de USD 318 millones.

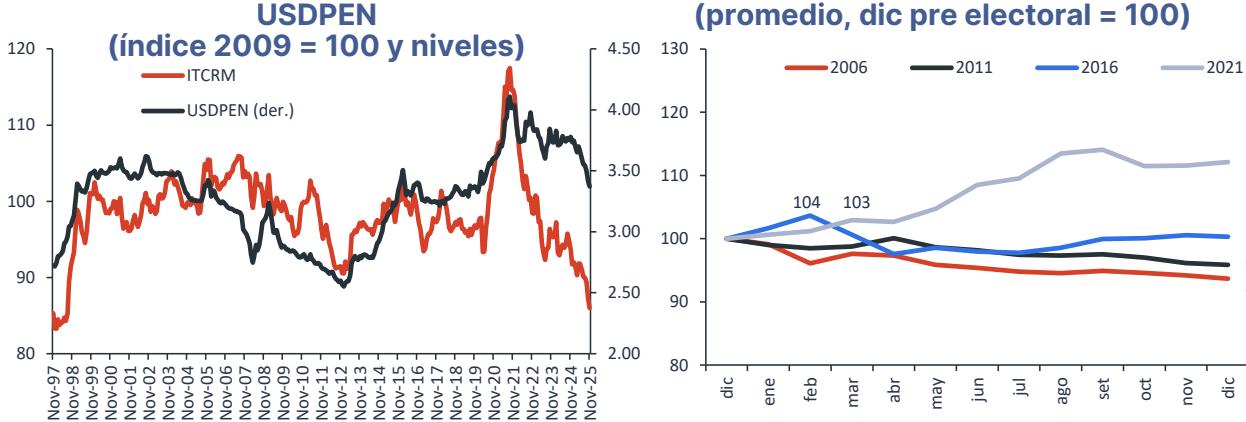
■ **Reducción gradual de superávits.** Proyectamos que el saldo de cuenta corriente se ubique en 2.2% del PIB en 2025 y 1.7% en 2026, acumulando cuatro años consecutivos de superávit en un contexto de términos de intercambio robustos.

■ **Fuerte apreciación del PEN.** Al 18-dic, el tipo de cambio USDPEN se situó en 3,37, lo que implica una apreciación de 3% en lo que va del 4T25, en un contexto de mayor oferta de dólares desde cuentas offshore, clientes corporativos y AFP's. Así, durante el 4T25 el Banco Central compró USD 1,384 millones en el mercado spot, siendo las primeras compras desde 2020. La institución aprovechó las presiones de apreciación para reducir los “swaps cambiarios” desde PEN 48 a

PEN 23 mil millones al 18-dic. Es importante destacar que la notable apreciación del PEN y el contexto de baja inflación frente a otras economías han llevado al tipo de cambio real multilateral a ubicarse entre los niveles más bajos desde 1998.

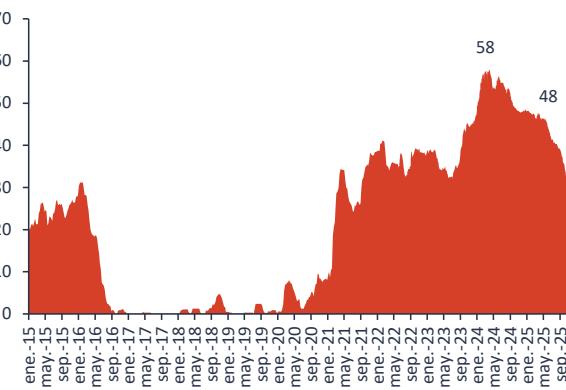
■ **Los fundamentos apuntan a una apreciación.** Diversos factores, como términos de intercambio récord, superávit en cuenta corriente, debilidad global del USD y un diferencial esperado más amplio entre BCRP y FED, apuntan hacia una apreciación del PEN en el horizonte. Así, esperamos que el USDPEN cierre 2026 en torno a 3.30-3.35. No obstante, no descartamos episodios de mayor volatilidad en los próximos trimestres ante eventos externos o locales. En el ámbito local, destacamos que las elecciones generales (abr-26) podrían generar picos de volatilidad. Observando períodos electorales previos, señalamos: (i) en promedios mensuales, la evidencia de una depreciación abrupta o sostenida del PEN es limitada, con heterogeneidad en el momento en que surgen las presiones (encuestas tempranas, cercanía a la 1ra vuelta o definidos los candidatos para la 2da vuelta), y (ii) el entorno externo puede compensar o limitar las presiones de depreciación (por ejemplo, el PEN moviéndose en línea con otras monedas emergentes). Es importante destacar que, si los precios de los commodities clave continúan al alza, el USDPEN podría incluso ubicarse por debajo de 3.30 (algunos modelos incluso apuntan a menores niveles).

Tipo de cambio real multilateral y USDPEN (índice 2009 = 100 y niveles)



Fuente: BCRP, Bloomberg, Estudios Económicos - BCP

Saldo de Swaps Cambiarios (PEN miles de millones, al 18-dic)



Modelos para tipo de cambio USDPEN

Modelos	2026	Notas:
Financieras A	3.45	Considera metodologías como MCO (series de tiempo), AR-DL, Cointegración, Modelo semi-estructural y Modelo CC estructural.
Externas + Tasas B	3.42	
Externas + Tasas C	3.38	
Externas + Tasa A	3.33	Insume proyecciones o supuestos de variables exógenas como precios de exportación, balanza comercial, cuenta corriente, tasas de referencia, dólar global DXY, etc.
Financieras B	3.29	
Semi-estructural	3.28	
Arma-x	3.23	
PPP+Control	3.22	
PPP	3.19	
CC Estructural	3.01	
Promedio	3.28	

*Nota: Modelo CC estructural considera una CC con superávit estructural de 2% del PBI versus una CC norma con un déficit menor a 2% del PBI.

Perú: proyecciones económicas



Perú

Rating (outlook): Baa1 (e) / BBB- (e) / BBB (e)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Actividad económica								
PBI corriente (USD MM)	236,518	209,723	229,897	248,546	272,496	295,899	326,176	360,513
PBI per cápita (USD)	7,361	6,428	6,956	7,438	8,072	8,671	9,496	10,401
PBI real (var. %)	2.2	-10.9	13.4	2.8	-0.4	3.5	3.4	3.2
Demanda Interna real (var. %)	2.8	-9.3	13.9	2.4	-1.0	4.2	5.7	3.7
Consumo real total (var. %)	3.4	-7.0	11.1	2.9	0.9	2.7	3.9	3.4
Consumo privado real (var. %)	3.2	-9.9	12.5	3.5	0.1	2.8	3.8	3.5
Consumo público real (var. %)	4.3	7.9	4.8	-0.2	4.9	2.1	4.4	2.8
Inversión bruta real (var. %)	3.8	-16.1	33.2	1.1	-4.5	5.6	8.4	4.4
Privada (var. %)	5.1	-16.4	35.2	0.0	-6.1	3.3	9.4	4.8
Pública (var. %)	-1.5	-15.1	24.7	6.0	2.4	14.7	5.0	2.9
Inversión bruta interna (% del PBI)	21	20	22	22	19	20	21	21
Exportaciones reales (var. %)	0.9	-19.8	12.7	5.5	4.1	6.1	4.1	3.2
Importaciones reales (var. %)	3.1	-13.6	14.8	3.6	1.3	8.4	12.6	5.0
Tasa de desempleo 1/ (%)	6.6	13.0	10.7	7.8	6.8	6.4	6.1	6.2
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	1.9	2.0	6.4	8.5	3.2	2.0	1.4	2.0
Inflación (promedio)	2.1	1.8	4.0	7.9	6.3	2.4	1.5	2.0
Inflación core (fin de año)	2.3	1.8	3.2	5.6	2.9	2.6	1.8	2.0
Tasa de referencia (fin de año)	2.25	0.25	2.50	7.50	6.75	5.00	4.25	4.00
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal SPNF (% del PBI)	-1.6	-8.7	-2.5	-1.7	-2.7	-3.4	-2.2	-2.0
Deuda bruta SPNF (% del PBI)	26	34	35	33	32	32	32	32
Deuda neta SPNF (% del PBI)	13	22	21	21	22	23	25	25
Sector externo								
Balanza comercial (USD miles millones)	6.9	8.1	15.1	10.3	17.1	24.1	32.0	34.0
Exportaciones	48.0	42.8	63.1	66.3	67.1	76.2	89.0	94.0
Importaciones	41.1	34.7	48.0	56.0	50.0	52.1	57.0	60.0
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-1,658	1,573	-5,093	-9,978	881	6,406	7,176	6,129
(Como % del PBI)	-0.7	0.8	-2.2	-4.0	0.3	2.2	2.2	1.7
IED (USD MM)	4,775	663	7,142	11,201	4,339	6,799	8,000	6,000
Reservas Internacionales (USD MM)	68,316	74,707	78,495	71,883	71,033	78,987	90,000	96,000
Deuda externa total (% del PBI)	30.8	38.1	40.2	37.1	34.3	33.5	35.0	35.3
Tipo de cambio (fin de período)	3.31	3.62	3.99	3.81	3.71	3.76	3.40	3.35
Tipo de cambio (promedio)	3.34	3.50	3.89	3.84	3.74	3.75	3.57	3.40

1/ Promedio anual, Lima Metropolitana

Nota: Calificadoras Moody's / S&P / Fitch

Latam ex-Andinos

Índice

Argentina

Rumbo a una macroeconomía más estable y predecible

Índice

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

- **Política.** Tras la victoria legislativa de oct-25, interpretada por Milei como un respaldo social al ajuste y a su agenda reformista, el Gobierno buscó capitalizar el resultado convocando a gobernadores opositores moderados para acompañar las reformas estructurales. En este marco, el respaldo explícito de EE. UU. (con implicaciones directas sobre la política monetaria y cambiaria) refuerza la estrategia oficial al reducir la percepción de riesgo. Por lo pronto, en dic-25 se envió al Congreso la reforma laboral, orientada a flexibilizar el mercado de trabajo, reducir costos legales y burocráticos, acotar ciertos poderes sindicales e incentivar la formalización. La aprobación parece factible con el apoyo de aliados moderados. El Ejecutivo prioriza esta reforma antes de avanzar sobre el sistema pensional, argumentando que primero debe ampliarse la base de aportantes, mientras que la atención también recaería en una potencial reforma tributaria.
- **Actividad económica.** Hasta el 3T25, el PIB creció 5.2% y, tras revisiones al alza del INDEC y una mejor perspectiva para el 4T25, mantenemos nuestra proyección de crecimiento 2025 en 4.6%. La expansión ha estado concentrada en sectores intensivos en capital y orientados a exportaciones, como la intermediación financiera, la minería, petróleo & gas y los servicios exportables, mientras que los sectores más ligados al ciclo doméstico han mostrado una recuperación más acotada. El crecimiento de la demanda interna ha respondido en gran medida a la baja base de comparación de 2024, ya que la recuperación del consumo ha sido irregular, limitada por tasas reales aún elevadas, una reactivación crediticia incipiente y mejoras acotadas del ingreso real en un contexto de empleo estancado. La inversión, en contraste, mostró un fuerte repunte, respaldada por las importaciones de bienes de capital. Proyectamos un crecimiento de 3.9% en 2026, un año bisagra en el que la sostenibilidad dependerá de la consolidación del crédito, la inversión y una reducción duradera de la volatilidad macroeconómica.
- **Inflación.** La inflación pasó de 117.8% a/a en dic-24 a 31.4% en nov-25, a pesar de la volatilidad y los ajustes cambiarios. El traspaso del FX a los precios se limitó gracias a una sólida ancla fiscal y a una política monetaria contractiva. Aunque desde jul-25 la inflación mensual se ha mantenido cerca del 2%, ello se debe a factores transitorios y no interrumpe el proceso de desinflación, en nuestra opinión. El proceso de 'desatraso' tarifario se encuentra en un estado avanzado, lo que permitiría que las tarifas de servicios públicos crezcan por debajo de la inflación y los salarios en 2026. Proyectamos una inflación de 17% para dic-26.
- **Política monetaria.** Tras una transición volátil hacia un esquema de control de agregados monetarios previo a las elecciones, que derivó en tasas excesivamente altas, el BCRA adoptó un enfoque más pragmático, interviniendo en el mercado *overnight* para acotar las tasas y estabilizar las condiciones financieras. Luego de las elecciones, este marco permitió una normalización gradual, con una caída más marcada de las tasas reales en nov-25 e incrementando las perspectivas de niveles de un dígito durante 2026, lo cual es una condición necesaria para reactivar el crédito y la actividad. No obstante, la política monetaria sigue enfrentando desafíos estructurales, como los elevados encajes y la persistente desmonetización de la economía, lo que mantiene frágil el equilibrio alcanzado y lo hace dependiente de la estabilidad macroeconómica.
- **Cuentas fiscales.** Mantener el superávit fiscal sigue siendo la principal prioridad del Gobierno. A nov-25, el superávit primario acumulado alcanza 1.7% del PIB, lo que hace factible cumplir la meta anual de 1.5% e incluso acercarse a 1.6%. Por el lado de los ingresos, se observan caídas reales (-10.2%) asociadas a la eliminación del impuesto PAIS (sobre divisas) y a menores aranceles y retenciones, parcialmente compensadas por IVA, seguridad social y otros. El gasto total se redujo 2.7% real, considerando la fuerte contracción de subsidios (-41.4%) y del gasto de capital (-32.3%). No obstante, las pensiones y los subsidios siguen representando cerca del 70% del gasto total, lo que limita el margen de ajuste y refuerza la necesidad de reformas. De cara a 2026, los elevados vencimientos de deuda en dólares (USD 20,000 MM) se cubrirían con emisiones como el Bonar 2029N, repos, financiamiento multilateral y swaps, mientras que los vencimientos en ARS (mayormente en manos del BCRA) siguen siendo relevantes. En este contexto, será clave buscar la salida a los mercados internacionales.
- **FX.** El debate cambiario contrapone la visión convencional, que prioriza un FX real competitivo para acumular reservas, y una visión estructural, donde la disciplina fiscal y la credibilidad monetaria generan flujos de divisas de forma orgánica. En ese marco, el Gobierno ajustó las bandas cambiarias a la inflación rezagada y lanzó un programa de compra de reservas por USD 10,000 MM-17,000 MM, con el objetivo de reducir el riesgo país, comprimir tasas y fortalecer la demanda de ARS. Con un déficit de cuenta corriente acotado y flujos externos relativamente estables, las presiones cambiarias deberían ser graduales. Proyectamos un USDARS de 1,590 a dic-26.

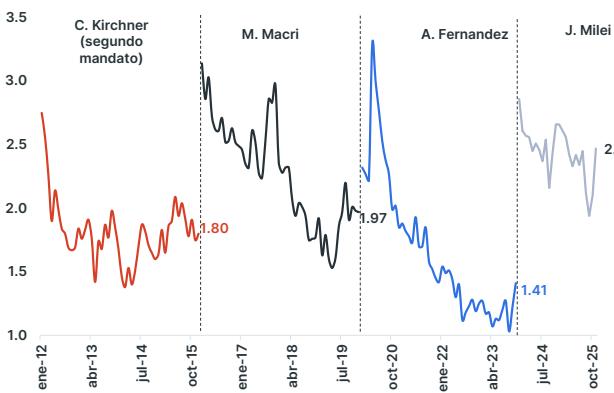
Victoria del oficialismo abre la puerta a negociaciones clave



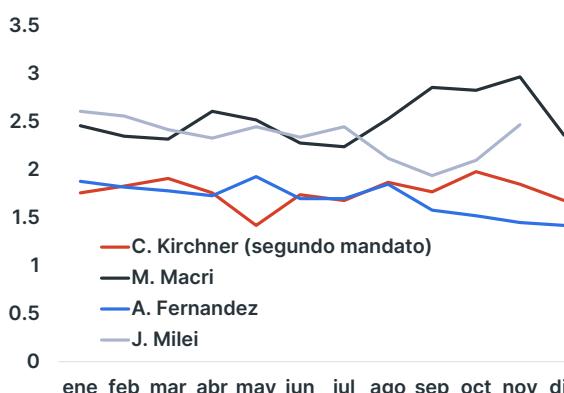
▪ Superando las expectativas, la administración de Milei obtuvo una victoria contundente en las elecciones legislativas de medio término de oct-25, interpretada como una validación social del ajuste fiscal. En su discurso, Milei extendió un llamado a los gobernadores de la oposición moderada (en su mayoría no kirchneristas) a sumarse a la agenda de reformas estructurales (laboral, tributaria y pensional). Asimismo, el apoyo de EE. UU. fue un factor determinante, con el anuncio de un swap cambiario por USD 20,000 MM, compras de pesos por USD 1,000 MM y gestiones para acceder a financiamiento externo por cerca de USD 40,000 MM, en respaldo a lo que Washington considera un aliado estratégico en la región y con efectos transversales en la política monetaria y cambiaria.

▪ En este contexto, en dic-25 el Gobierno presentó la esperada reforma laboral en el Congreso. El objetivo declarado es modernizar y flexibilizar el mercado laboral, digitalizar los registros, simplificar los procedimientos y reducir los costos legales y burocráticos que desalientan la formalización del empleo. La idea central es incentivar la contratación formal, limitar ciertos poderes de los sindicatos y ajustar la estructura de contribuciones y compensaciones para que sean más predecibles y manejables. Esto se busca lograr mediante la creación de fondos, como el Fondo de Asistencia Laboral (FAL), un registro laboral único y regímenes de incentivos para formalizar a trabajadores no registrados.

Confianza en el Gobierno (puntos)



Confianza del Gobierno en segundo año de mandato (puntos)



Fuente: Universidad Torcuato Di Tella, Congreso de la Nación, Credicorp Capital.

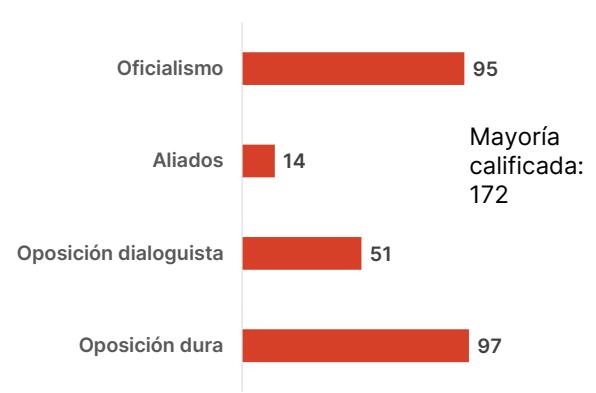
▪ El impacto fiscal de la reforma laboral es cercano a 0.5% del PIB. En todo caso, el costo podría ser moderado por un mayor crecimiento y recortes de gasto. Por ahora, se espera aprobar la reforma en el Senado antes de fin de año; el bloque del Gobierno cuenta con aliados moderados que podrían apoyar la iniciativa. La Cámara de Diputados podría requerir negociaciones más extensas, incluidos posibles ajustes para garantizar un consenso. Los sindicatos ya anunciaron movilizaciones, y aunque su poder legislativo es limitado, sí pueden generar presión social. Incluso una versión atenuada de la reforma sería positiva porque introduciría principios de flexibilidad, reduciría costos no salariales y aumentaría la previsibilidad legal.

▪ Por ahora, el Gobierno prioriza la reforma laboral antes de avanzar con cambios en el sistema pensional, señalando que la sostenibilidad del sistema requiere aumentar el empleo registrado y, por ende, la base de aportantes. Ideas consideradas para el sistema incluyen eliminar regímenes especiales, ajustar las edades y explorar esquemas mixtos público-privados, mientras que medidas actuales, como el fin de la moratoria previsional y los vetos a aumentos, buscan contener el gasto. En paralelo, la reforma tributaria se plantea como segunda etapa: simplificación del sistema, eliminación de impuestos distorsivos, reducción de las alícuotas para incentivar la formalización y la inversión, y posibles ajustes de coparticipación, con un avance esperado en 2026 para reducir la presión fiscal general.

Composición actual del Senado (escaños)



Composición actual Cámara de Diputados (escaños)



Un vistazo a la reforma laboral



Área	Cambios propuestos	Posibles impactos
Alcance laboral	Redefinición de la Ley de Contrato de Trabajo (excluye independientes y plataformas; regímenes específicos). Excluye empleados públicos, agrarios y domésticos.	Clarifica quiénes entran en cada régimen, reduce ambigüedades legales.
Flexibilización laboral	Banco de horas, vacaciones fraccionadas, ajustes salariales por enfermedad/incapacidad.	Mayor flexibilidad para empresas y trabajadores; podría incentivar contratación formal
Registro laboral	Registro único en ARCA; no se requieren datos adicionales por provincias o municipios.	Reduce burocracia y costos administrativos; facilita formalización de empleo.
Indemnizaciones / compensaciones	Clarificación de componentes de indemnización; pagos permitidos en moneda extranjera; creación del Fondo de Asistencia Laboral (FAL).	Reduce incertidumbre legal para empleadores; mecanismo adicional para cubrir indemnizaciones.
Acuerdos colectivos	Limitación de “ultra-actividad”, prioridad de contratos de empresa sobre sectoriales, revisión de cláusulas que generen distorsiones económicas.	Debilita poder sindical sobre normas rígidas; incentiva negociación directa empresa-trabajador.
Sindicalismo	Huelgas limitadas en servicios esenciales; asambleas autorizadas por empleador; deducción salarial por participación.	Reduce capacidad de presión sindical; mayor previsibilidad para empresas.
Formalización de empleo	RIFL: reducción de contribuciones a 5% por 48 meses para nuevas contrataciones formales; PER: reducción de sanciones por registrar trabajadores no registrados; reconocimiento de hasta 60 meses previos para jubilación.	Incentiva contratación formal, reduce informalidad laboral, mejora beneficios futuros para trabajadores.
Contribuciones y costos empresariales	Reducción de aportes patronales (ej. de 20.4% a 17.4% para ciertos sectores).	Menor carga tributaria sobre salarios; incentivo a contratar.
Impuestos corporativos	Reducción del impuesto a las ganancias (de 35% a 31.5% o 27% intermedia), ajuste de pérdidas por inflación, exención de intereses de depósitos en USD.	Mejora rentabilidad de empresas, fomenta inversión y competencia de moneda extranjera.
IVA e impuestos selectivos (excises)	Reducción de IVA para electricidad en riego; eliminación de impuestos especiales sobre seguros, vehículos y artículos de lujo.	Incentivos a inversión agrícola y consumo; puede requerir negociación legislativa.
RIMI (inversiones PYMEs)	Amortización acelerada, recuperación rápida del IVA, enfoque en riego y anti-granizo.	Promueve inversión productiva y eficiencia fiscal; apoyo al sector agrícola.

De la recuperación a la ampliación de la capacidad productiva en 2026

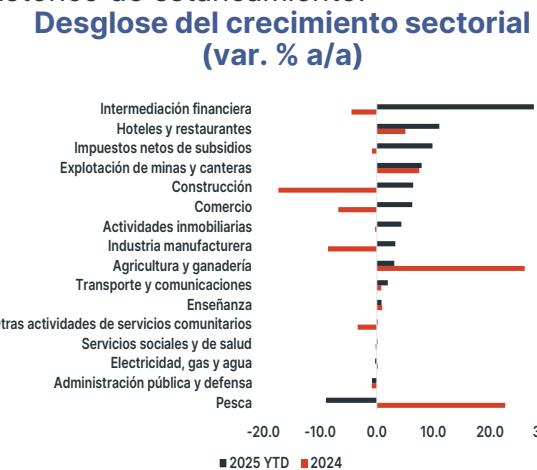
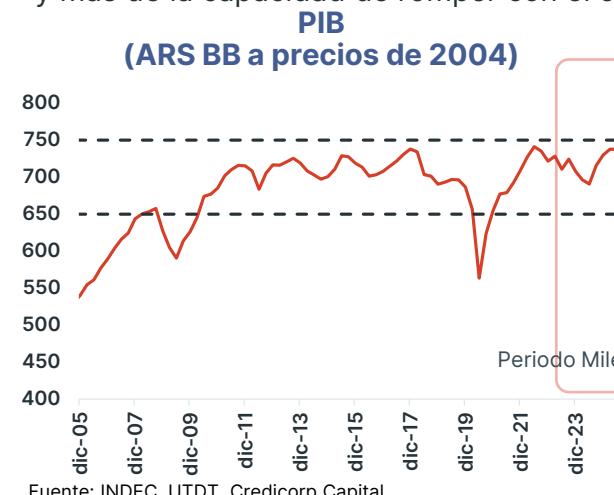


■ 2025 fue un año de fuerte recuperación, aunque irregular. Según el INDEC, el PIB acumulado hasta el 3T25 creció 5.2%. A comienzos del año predominaba la expectativa de una recuperación más acelerada, pero el impulso comenzó a perder tracción a partir de feb/mar-25. Más recientemente, el INDEC revisó al alza algunas cifras del 3T25, lo que permitió evitar una recesión técnica tras la contracción del 2T25. En combinación con una mejor perspectiva para el 4T25, mantenemos la estimación de un crecimiento de 4.6% este año. Desde el lado de la oferta, el crecimiento ha sido heterogéneo y concentrado. La mayor contribución ha provenido de la intermediación financiera (27.7% YTD), seguida por hoteles y restaurantes (11.0% YTD) y la explotación de minas y canteras (7.9% YTD). En contraste, sectores tradicionalmente más ligados al ciclo local han crecido de forma más acotada, como la construcción (6.4% YTD), el comercio mayorista (6.2% YTD) y la industria manufacturera (3.3% YTD). En conjunto, el desempeño de 2025 ha estado impulsado principalmente por sectores vinculados a las exportaciones y a actividades intensivas en capital —como petróleo & gas, minería, autos y servicios de exportación—, mientras que los motores históricos de productividad interna continúan en una fase de recuperación gradual.

■ Desde el lado de la demanda, la recuperación también ha sido heterogénea. La demanda interna ha crecido 10.3% YTD, con el consumo privado aumentando 9.0% YTD, en gran medida debido a la baja base de comparación tras el ajuste de 2024. Sin embargo, la recuperación del consumo ha sido irregular, ya que, a medida que avanzó la desinflación, las tasas reales se mantuvieron elevadas, el crédito apenas comenzó a reactivarse y las mejoras en el ingreso real fueron acotadas. Esto último, en tanto que el empleo se estancó y el crecimiento se concentró en sectores poco intensivos en mano de obra. Por su parte, la inversión creció 24.6% YTD, considerando la baja base de comparación en 2024. En contraste, el gasto público creció apenas 0.4% YTD en el marco del proceso de consolidación fiscal en curso. En el frente externo, las exportaciones crecieron 6.7% YTD, mientras que las importaciones aumentaron 33.9% YTD, lo que moderó la contribución neta del sector externo al PIB. Aun así, el fuerte dinamismo de las importaciones de bienes de capital constituye una señal positiva para la inversión y sugiere una mejora gradual del perfil productivo hacia adelante.

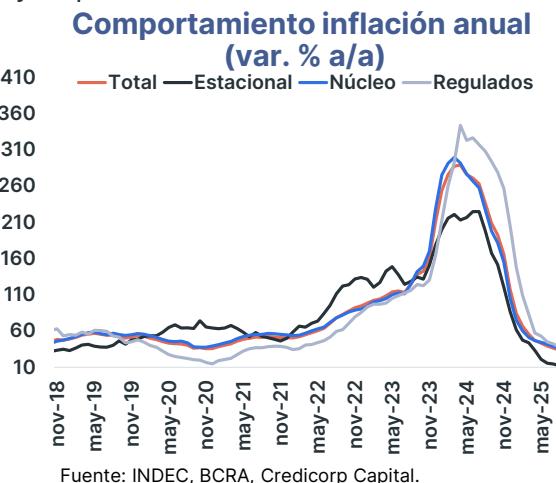
■ Para 2026 proyectamos que el consumo privado crezca 3.1% y la inversión total 10.6%. De sostenerse el programa económico, varios factores podrían apuntalar la actividad. En primer lugar, una inflación más baja favorecería una recuperación más sostenida del ingreso real, aunque su magnitud seguiría condicionada por el avance de las reformas laborales y tributarias. En segundo lugar, si bien el crédito mostró un desempeño irregular en 2025, en 2026 su impacto sobre la actividad podría volverse más visible: los bancos anticipan un crecimiento real del crédito, en particular en préstamos hipotecarios. Finalmente, anticipamos un aumento de la inversión en energía, minería e infraestructura, tanto privada como pública. Todo esto describe una combinación que amplía la frontera de posibilidades de producción y eleva el crecimiento potencial.

■ En este contexto, mantenemos nuestra proyección de crecimiento en 4.6% para 2025 y 3.9% para 2026. Consideramos 2026 como un año bisagra: si la volatilidad macroeconómica continúa descendiendo y se consolidan el crédito y la inversión, existen riesgos al alza para el crecimiento, que podría ubicarse por encima del 4.2%. Más relevante aún, el desafío central será que este crecimiento se sostenga en el tiempo tras décadas de estancamiento, lo que constituirá la verdadera prueba para el Gobierno de Milei. En este sentido, variables clave como el riesgo país y el costo de capital dependen menos del desempeño puntual del crecimiento y más de la capacidad de romper con el ciclo histórico de estancamiento.



Proceso de desinflación con cambio de foco en 2026

- La inflación se ha desacelerado significativamente, pasando de 117.8% a/a en dic-24 a 31.4% en nov-25. Este desempeño resultó mejor de lo esperado, especialmente considerando el contexto de elevada volatilidad en un año electoral, clave para la gobernabilidad, y para ajustes en el régimen cambiario. Asimismo, el traspaso del FX a precios fue acotado: la depreciación del ARS no se trasladó de forma proporcional al IPC como había ocurrido en episodios previos. Este menor *pass-through* se explica por la combinación de una sólida ancla fiscal, una política monetaria contractiva y una demanda agregada aún contenida.
- La tarea de consolidar un descenso por debajo del 2% mensual. Desde jul-25, la inflación mensual se ha ubicado en torno al 2%, e incluso por encima en la última lectura disponible (2.5% en nov-25). A nuestro juicio, este comportamiento no implica una interrupción del proceso de desinflación, sino que responde a factores transitorios concentrados en el 2S25. Entre ellos destacan: i) aumentos puntuales en el precio de la carne; ii) la reanudación de ajustes en precios regulados tras un período electoral en el que estos incrementos fueron contenidos por su costo político; y iii) una estacionalidad más elevada en estos meses. De mantenerse el actual programa económico, esperamos que estas presiones se disipen gradualmente, permitiendo que la inflación retome una trayectoria descendente y se ubique levemente por debajo del 2% mensual hacia comienzos de 2026.
- El ajuste de los precios relativos. Desde dic-23 hasta hoy, las tarifas de electricidad y gas se ajustaron muy por encima de la inflación (especialmente en 2024) para corregir el atraso heredado, con precios iniciales por debajo de los costos reales y subsidios generalizados (electricidad +300%, gas +600%). Este proceso llevó a que la inflación de precios regulados alcanzara un pico de 344.1% a/a en abr-24, para desacelerarse hasta 34.3% en nov-25. En este contexto, el Gobierno priorizó la recalibración de la ecuación económico-financiera de los contratos mediante la reducción de subsidios, la mejora de condiciones operativas para las empresas y una mayor cobertura de costos, apoyándose en el ancla fiscal. Para finales de 2025, el grueso del ajuste tarifario ya se realizó y las tarifas pasan a crecer por debajo de la inflación, los salarios y el FX. Esto reduce el riesgo de nuevos *shocks*, disminuye la inercia inflacionaria y otorga mayor relevancia a la inflación núcleo en 2026. No obstante, en el plano microeconómico, el ingreso disponible de los hogares permanece ajustado tras cubrir los servicios básicos, lo que resulta particularmente sensible en la clase media.
- En 2026, estimamos que las tarifas dejarán de ser uno de los principales factores inflacionarios y pasarán a desempeñar un rol más neutro. El foco se desplazará hacia la dinámica salarial, la evolución del crédito, la demanda agregada y eventuales cuellos de botella de inversión, en línea con una economía que comienza a normalizarse. Proyectamos una inflación de 17% para dic-26.
- Normalización monetaria tras un periodo de alta volatilidad. Previo a las elecciones, el BCRA intentó transitar hacia un esquema de control de agregados monetarios con tasas endógenas, pero la falta de profundidad de los mercados y la desconfianza de los agentes derivaron en tasas excesivamente altas. Tras ese episodio, el Banco Central adoptó un enfoque más pragmático, interviniendo en el mercado *overnight* (simultáneas) para acotar las tasas y reducir gradualmente su nivel de intervención, lo que permitió una normalización más clara después de las elecciones. Como resultado, las tasas reales, muy altas para entonces, comenzaron a descender de forma más marcada en las últimas semanas y se espera que se mantengan en niveles de un dígito durante 2026, condición necesaria para reactivar el crédito y la actividad. No obstante, persisten desafíos relevantes, como la necesidad de reducir aún más los encajes bancarios y un problema estructural de desmonetización, que aún refleja la baja demanda de dinero, la informalidad y la desconfianza en el ARS. En conjunto, la política monetaria pasó de una fase de fuerte desorden a una normalización gradual, aunque el equilibrio sigue siendo frágil y dependiente de la estabilidad macroeconómica.



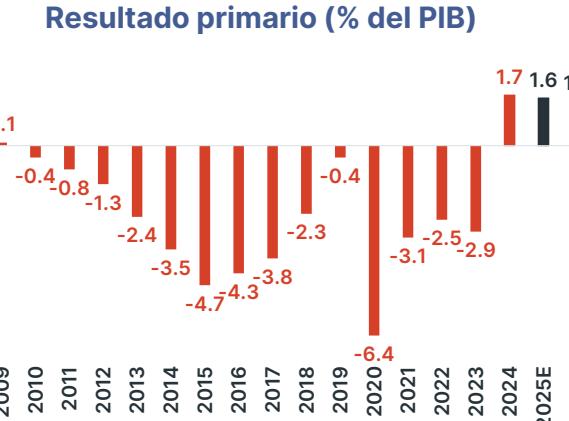
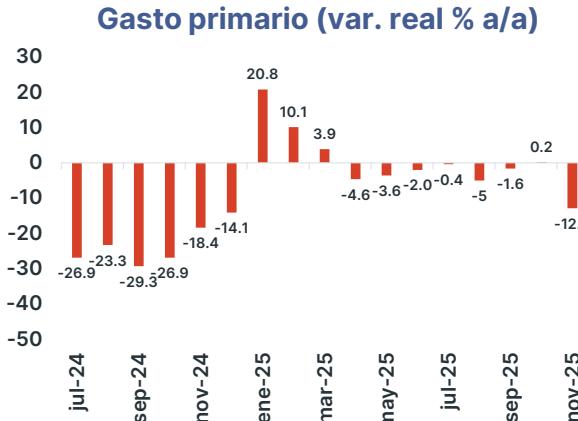
Disciplina fiscal como principal política y el acceso a mercados de deuda



■ Argentina contrasta con otras economías de la región en las que se recurre a contabilidad creativa e ingeniería financiera con efectos mayormente transitorios. En nov-25, el Gobierno registró el undécimo superávit fiscal primario consecutivo, alcanzando un acumulado del 1.7% del PIB. Esto hace que cumplir la meta oficial del presupuesto de 1.5% sea factible, e incluso que el superávit pueda situarse cerca del 1.6% del PIB considerando la estacionalidad de dic-25.

■ A pesar de que la actividad económica ha mostrado una recuperación reciente, los ingresos fiscales reflejan un ajuste puntual en ciertos rubros. En el acumulado a nov-25, los ingresos impositivos cayeron cerca de 10.2% real, principalmente por: i) la eliminación del impuesto PAIS; ii) la reducción de aranceles a importaciones; y iii) menores retenciones al sector agropecuario, ya que en sep-25 se exportaron USD 7,000 MM sin retenciones, lo que afectó la recaudación. No obstante, se registraron aumentos en el IVA, en los aportes a la seguridad social, en los derechos de importación y en los impuestos sobre débitos y créditos.

■ Por su parte, el gasto total registró una caída real de 2.7% a/a en el acumulado a nov-25. Esto impulsado principalmente por una fuerte reducción en los subsidios (-41.4% a/a acumulado a nov-25), especialmente en energía y transporte, así como en el gasto de capital (-32.3%). Por su parte, se presentó una variación positiva en las transferencias a las provincias (40.9%), aunque solo en nov-25 cayeron 35.1%. Sin embargo, uno de los principales factores de presión sobre el gasto sigue siendo el pago de pensiones, que representó 11.8% acumulado.



■ Estos resultados muestran que el superávit fiscal ya no es solo coyuntural, sino que se ha convertido en una regla consolidada de política fiscal. En este contexto, esperamos que el Gobierno mantenga un superávit fiscal total del 0.2% del PIB en 2025 y del 0.1% en 2026. Sin embargo, el margen de ajuste es limitado, dado que cerca del 70% del gasto se destina a pensiones, transferencias y salarios fijados por ley, lo que evidencia la necesidad de reformar el sistema pensional y laboral.

■ El acceso a los mercados internacionales de deuda sigue siendo clave. La deuda en USD ha disminuido principalmente por la apreciación del ARS y las amortizaciones, pero en 2026 se enfrentarán pagos más elevados (cerca de USD 20,000 MM), incluidos los del FMI, para los cuales el Gobierno espera financiarse mediante bonos en USD bajo la ley local (Bonar 2029N), repos con bancos internacionales, financiamiento de multilaterales y, de ser necesario, swaps cambiarios (China y EE. UU.). Los vencimientos de deuda en moneda local también son elevados, aunque la mayoría está en manos del BCRA. El *rollover* privado continúa siendo alto, apoyado en la reducción de encajes, aunque una disminución adicional y una mayor remonetización serán determinantes para permitir nuevas reducciones de tasas. En este contexto, reducir el costo de financiamiento será clave para permitir que Argentina acceda a mercados internacionales. Para 2026, la agenda legislativa se centrará en la sostenibilidad del sistema de seguridad social, que aún depende de financiamiento. Estimamos que la deuda bruta se reducirá a 73.1% del PIB en 2025 y a 68.6% en 2026.



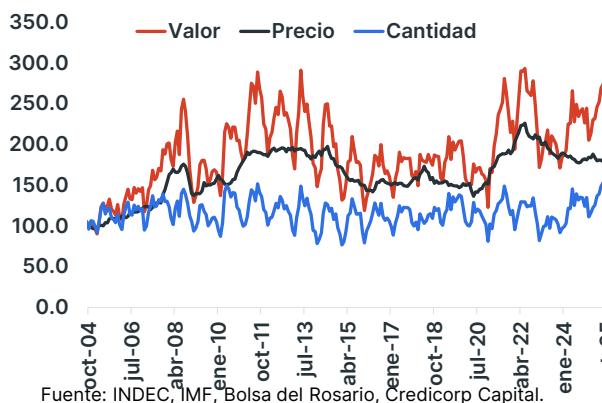
ARS: Gobierno envía señal de estabilidad con medidas para la acumulación de reservas



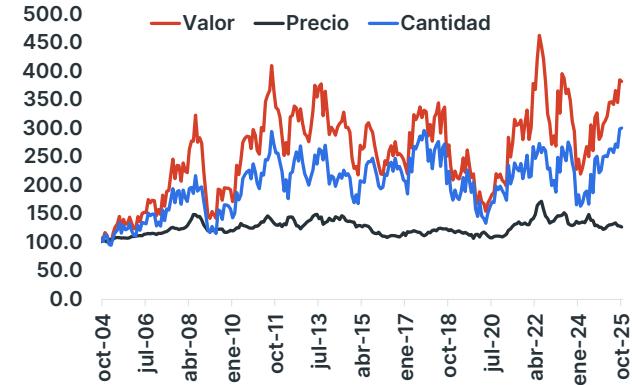
■ **Visión convencional vs. estructural.** Gran parte del debate sobre el mercado cambiario en Argentina sigue girando en torno a la flexibilidad del esquema. La visión convencional sostiene que acumular reservas requiere un FX real “competitivo”: un ARS suficientemente depreciado para impulsar exportaciones, generar superávit externo y permitir que el BCRA recomponga reservas y cumpla con los pagos de deuda, coordinando estrictamente la política fiscal y cambiaria si es necesario. Desde nuestra perspectiva estructural, el verdadero respaldo de la moneda no depende únicamente de las reservas que el Banco Central pueda acumular de manera coyuntural, sino también de factores de fondo: disciplina fiscal, estabilidad institucional y credibilidad en la no emisión inflacionaria. Si el Gobierno logra consolidar estas condiciones, el ahorro interno y la inversión extranjera generarían de manera orgánica los flujos de divisas necesarios, sin necesidad de manipular el TCR ni sostener artificialmente el ARS.

■ **Nuevas medidas apuntalan la confianza de los mercados.** En este contexto, el Gobierno ajustó recientemente las bandas cambiarias, que pasarán de modificarse un 1% mensual a ajustarse a la inflación de dos meses atrás a partir del 1-ene-26. Paralelamente, se lanzó un programa de compra de reservas. Según el BCRA, en un escenario base en el que la base monetaria crezca hasta el 4.8% del PIB, podría adquirir USD 10,000 MM; en un escenario más optimista, con un incremento de la base al 5.2% del PIB, la compra podría alcanzar USD 17,000 MM.

Dinámica exportaciones (2004=100)



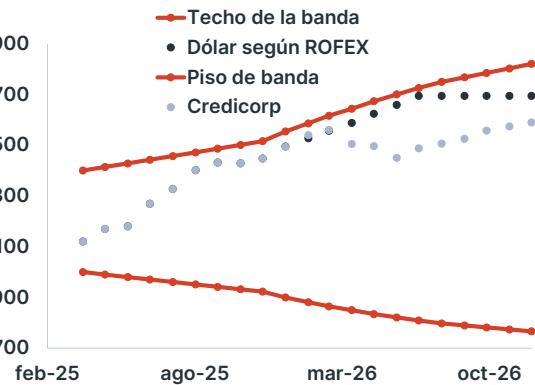
Dinámica importaciones (2004=100)



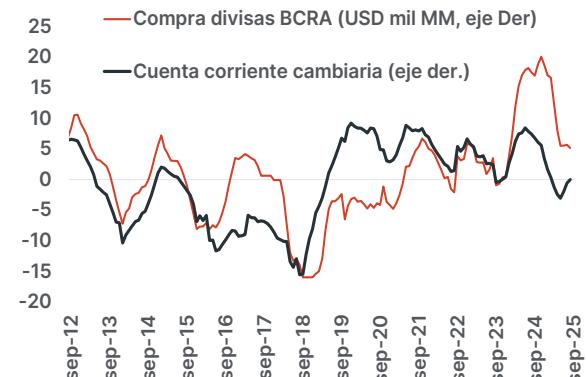
■ Las adquisiciones de USD se limitarán inicialmente al 5% del volumen diario del mercado, equivalente a USD 10-30 MM diarios, con posibilidad de aumentar el monto ante emisión de deuda o llegada de inversión extranjera directa. La señal que busca enviar el Gobierno es que una mayor acumulación de reservas reduce el riesgo país, comprime las tasas de interés y favorece la actividad económica al impulsar la demanda de ARS, efecto que se potenciará con la normalización de los encajes por parte del BCRA.

■ Se espera que el déficit de cuenta corriente de Argentina sea bajo este año (0.6% del PIB) y que se amplíe levemente en 2026, principalmente por un aumento en importaciones. No obstante, el déficit debería ser manejable gracias a bonos, inversión extranjera directa, portafolio y swaps previamente activados. Los ingresos de exportaciones estratégicas como soja y oro, junto con el crecimiento de servicios y economía del conocimiento, aportan dólares adicionales, mientras que la estabilización del turismo y la normalización económica reducirán la volatilidad en la demanda de divisas. Las presiones sobre el tipo de cambio podrían ser moderadas y graduales; aunque una economía más abierta implica mayor salida de divisas, la diversificación de ingresos y la estabilidad de los flujos de exportación permiten sostener reservas y mejorar la confianza de los mercados, respaldando un FX relativamente estable con ajustes coherentes con los flujos de capital y las medidas recientes del BCRA.

Operaciones de futuros en ROFEX y estimaciones (USDARS)



Intervención cambiaria y cuenta corriente (USD mil MM, % del PIB; acum. 12 meses)



Argentina: proyecciones económicas



Argentina

Rating (outlook): CCC (s) / CCC (+) / Caa3 (+)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Actividad económica								
PIB corriente (USD MM)	446,728	379,948	482,736	618,840	650,170	700,742	828,973	873,207
PIB per cápita (USD)	9,949	8,419	10,304	13,366	13,265	14,973	17,713	18,658
PIB real (var. %)	-2.1	-9.9	10.7	5.0	-1.6	-1.8	4.6	3.9
Demanda Interna real (var. %)	-8.5	-10.4	13.3	9.0	0.3	-5.6	7.2	3.5
Consumo real total (var. %)	-6.0	-11.6	9.8	8.0	1.1	-3.5	4.9	2.2
Consumo privado real (var. %)	-6.8	-13.1	10.0	9.7	0.8	-4.4	7.3	3.1
Consumo público real (var. %)	-1.4	-4.7	7.1	2.0	2.3	-3.3	0.2	0.8
Inversión bruta real (var. %)	18.5	-13.0	33.4	11.3	-3.5	-17.1	20.1	10.6
Tasa de desempleo (%, promedio)	9.8	11.5	8.8	6.8	7.8	7.5	7.3	7.0
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)	53.8	36.1	50.9	94.8	211.4	117.8	29.8	17.0
Tasa de referencia (fin de año)	55.00	38.00	38.00	75.00	100.00	32.00	27.00	22.00
Cuentas fiscales								
Balance Fiscal Total (% del PIB)	-3.8	-8.4	-3.6	-3.8	-4.4	0.3	0.2	0.1
Balance Fiscal Primario (% del PIB)	-0.4	-6.5	-3.0	-2.4	-2.9	1.7	1.6	1.5
Deuda pública bruta (% del PIB)	89.8	103.8	80.6	85.2	142.2	85.3	73.1	68.6
Sector externo								
Balanza en cuenta corriente (% del PIB)	-0.8	0.8	1.4	-0.6	-3.2	0.6	-0.6	-0.8
Reservas Internacionales (USD MM)	44,781	39,427	39,662	44,598	23,073	29,612	40,838	46,834
Tipo de cambio (fin de período)	60	83	103	177	809	1,032	1,450	1,590

Nota: Calificadoras S&P / Fitch / Moody's

Brasil

Cautela monetaria frente a una política fiscal laxa

Índice

Resumen ejecutivo y balance de riesgos

- **Actividad económica.** En el 3T25, la economía creció 1.8% a/a (2T25: 2.4%). Secuencialmente avanzó 0.1% t/t (2T25: 0.3%). Desde el lado de la oferta, el impulso provino del sector agrícola. Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares se moderó en un entorno de alta inflación, junto a condiciones financieras restrictivas. No obstante, el consumo ha mantenido cierto dinamismo asociado a que el Gobierno ha mantenido vigentes los retiros extraordinarios de fondos para empleados. La inversión también tuvo un menor desempeño, atribuido al entorno de tasas de interés altas, mientras que el gasto público aumentó, debido a menores restricciones en el congelamiento de gastos. Anticipamos que la actividad económica continúe en una senda de desaceleración, que sería más evidente en 2026. Así, mantenemos la expectativa de crecimiento de 2.1% para 2025 y de 1.8% para 2026.
- **Inflación.** La inflación ha reflejado cierta moderación y se ubicó en nov-25 en 4.5% a/a (oct-25: 4.7%), dentro del rango meta del BCB (1.5%-4.5%) por primera vez desde sep-24. Por su parte, la inflación subyacente presentó una variación del 4.7% a/a, desde el 4.9% de oct-25. La inflación ha tenido un desempeño menos volátil, asociado a menores presiones en los ajustes de las tarifas de energía eléctrica y a que los precios de los alimentos han disminuido. No obstante, aunque recientemente la inflación de servicios mostró cierta moderación, se mantiene en niveles altos, mientras que los bienes han seguido desacelerándose. En este contexto, en el que se ha observado cierta contribución negativa en rubros con un peso significativo, ajustamos nuestra estimación de inflación para 2025 de 4.6% a 4.5% y para 2026 esperamos una moderación gradual, a medida que se transmitan los efectos del elevado nivel de la tasa de interés, por lo que mantenemos la estimación en 4.1%.
- **Política monetaria.** En la reunión de dic-25 el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió mantener estable la tasa en 15% y destacó que es importante mantener una postura de cautela para evaluar los efectos del avanzado estado del ciclo de política monetaria. Además, la institución sigue observando un entorno caracterizado por el desanclaje de las expectativas de inflación, acompañado de indicadores de actividad económica que reflejan cierta desaceleración. A esto se suma un contexto fiscal desafiantes. Para 2026, anticipamos que en el 1T26 el Copom inicie una senda de recortes graduales de la tasa de interés, en la medida en que la inflación muestre con mayor claridad un proceso de moderación sostenida y converja hacia el punto medio del rango meta.
- **Cuentas fiscales.** En nov-25 se registraron avances en la agenda legislativa, destacando la aprobación de la ley que eleva el umbral de exención del impuesto sobre la renta de personas a BRL 5,000 mensuales, compensando el impacto fiscal mediante una mayor carga sobre ingresos altos. Asimismo, se sancionó la Ley de Directrices Presupuestarias (PLDO) para 2026, en la que el Gobierno prevé un superávit primario de 0.25% del PIB, por debajo del superávit de 1.0% previsto en el Nuevo Marco Fiscal (NMF) de 2023. En paralelo, en el informe bimestral de nov-25 el Ministerio de Hacienda (MdH) redujo el monto de congelamiento de gastos a BRL 7,700 MM (0.06% del PIB) desde BRL 12,000 MM (0.10% del PIB) de sep-25, ante mejores perspectivas de ingresos por la ratificación del Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF). Sin embargo, persisten riesgos para la estabilidad de las cuentas fiscales, debido a prácticas contables que permiten excluir los pagos judiciales del balance primario. Esta ingeniería financiera suaviza temporalmente el deterioro de las cuentas, dado que desde 2027 los pagos judiciales se incorporarán progresivamente en las metas fiscales. Otro factor que seguirá ejerciendo presión sobre las finanzas públicas es el pago de intereses, debido a que la tasa Selic cerró en el 15%. De hecho, según el Tesoro, el costo promedio de la deuda interna en el acumulado 12 meses a oct-25 alcanzó 12.5% (vs. 12.3% en sep-25). Entre tanto, durante el mismo período, el Gobierno Central registró un déficit primario de 0.35% del PIB (acumulado 12 meses a oct-24: 1.8%). Este resultado mantiene la presión sobre el cumplimiento de la meta de déficit cero fijada para 2025 y supera el margen de tolerancia de ±0.25% del PIB establecido en el NMF de 2023. Con todo, recortamos la estimación de déficit primario a 0.5% del PIB para 2025 y 0.6% para 2026, apoyada en medidas transitorias y ajustes contables. No obstante, la sostenibilidad fiscal sigue siendo preocupante ante un entorno de ausencia de recortes estructurales de gasto, tasas elevadas y un calendario legislativo limitado por la temporada electoral. Este último factor será relevante para los mercados en 2026, dado que se celebrarán elecciones presidenciales, de gobernadores estatales, miembros de la Cámara de Diputados y dos tercios del Senado.
- **FX.** El BRL ha tenido una menor volatilidad recientemente. El debilitamiento del USD global y la ampliación del diferencial de las tasas han sido los factores principales detrás de la corrección a la baja del FX. Ajustamos la proyección del USDBRL a 5.5 para dic-25 (antes: 5.6) y la mantenemos en 5.7 en dic-26. En cuanto a las cuentas externas, esperamos un déficit en cuenta corriente (DCC) de 3.0% del PIB en 2025 y de 2.7% para 2026.

El crecimiento comenzó a perder tracción en el 2S25 y el efecto sería más marcado en 2026

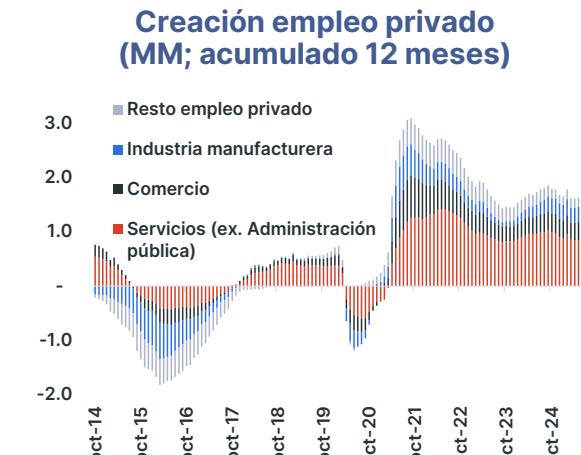
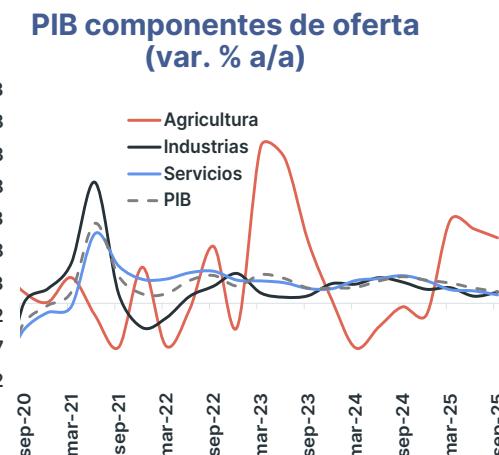
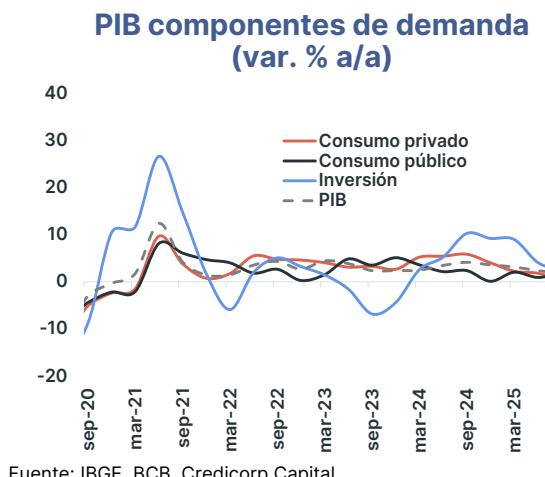


■ La actividad económica durante el 3T25 registró un crecimiento de 1.8% a/a, menor que el 2.4% a/a de 2T25. Secuencialmente, el PIB creció 0.1 t/t (2T25: 0.3%). Desde el lado de la oferta, el impulso provino del sector agrícola con un crecimiento de 10.1% a/a (2T25: 11.5%), atribuido a mejores volúmenes en las cosechas, debido a condiciones climáticas favorables. La industria tuvo una variación de 1.7% a/a, con las industrias extractivas creciendo 11% a/a, mientras que las de transformación cayeron -0.6% a/a. Por su parte, el sector de servicios registró un crecimiento de 1.3 % a/a respecto al 1.9 % de 2T25.

■ Por el lado de la demanda, el consumo privado y la inversión presentaron un desempeño más moderado. El consumo de los hogares avanzó 0.4% a/a (2T25: 1.8%), en un entorno en el que la inflación elevada, junto a condiciones financieras restrictivas, ha limitado la capacidad de gasto de los hogares. Además, el mercado laboral muestra señales de un menor dinamismo en la creación de empleo formal, al tiempo que la informalidad ha reflejado un leve incremento. No obstante, el consumo ha mantenido cierto dinamismo asociado a que el Gobierno ha mantenido vigentes los retiros extraordinarios de fondos para empleados. El gasto público aumentó 1.8% a/a (2T25: 0.9%) explicado por menores restricciones en el congelamiento de gastos. Por su parte, la inversión se ubicó en 2.3% a/a (2T25: 4.1%), moderación atribuida al entorno de tasas de interés elevadas.

■ De cara al cierre de 2025 se espera que la actividad económica continúe en una senda de desaceleración. Ante un escenario en que las condiciones financieras permanecen altamente restrictivas, se espera que el consumo y la inversión sigan perdiendo dinamismo. De hecho, el crédito a las empresas muestra señales de desaceleración: según datos del sector financiero, en oct-25 tuvo una variación de 0.3% m/m (oct-24: 0.5% m/m). Además, la tasa de morosidad de este segmento aumentó a 2.5% m/m (oct-24: 2.4%).

■ Mantenemos la expectativa de un crecimiento de 2.1% para 2025 y de 1.8% para 2026. La perspectiva de este año se asocia al positivo desempeño de la actividad en el 1S25. De cara a 2026, se prevé que la desaceleración en curso sea más evidente, en la medida en que la inversión continúe perdiendo dinamismo frente a tasas de interés elevadas, incertidumbre por el periodo electoral y por la consolidación de las finanzas públicas. En cuanto al consumo, las señales de menor solidez del mercado laboral podrían moderar su ritmo. No obstante, un mayor ingreso disponible, resultado de la reforma que amplía la exención del impuesto a la renta, podría contener una desaceleración más marcada. En cuanto al gasto público, se espera que continúe aportando al crecimiento, aunque en menor medida, especialmente hacia el 2S26 debido a las restricciones legales al gasto durante los años electorales, tal como lo establecen la Ley de Responsabilidad Fiscal y la legislación electoral.



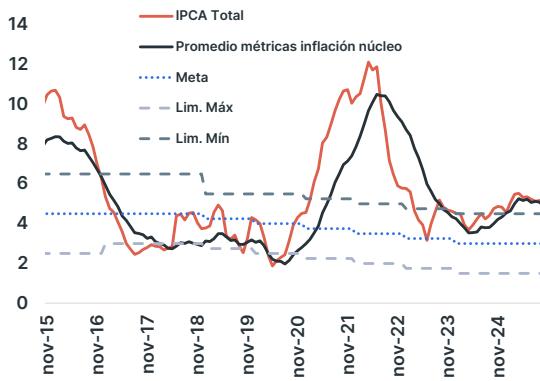
La inflación se modera mientras crece la expectativa por el inicio gradual de flexibilización monetaria



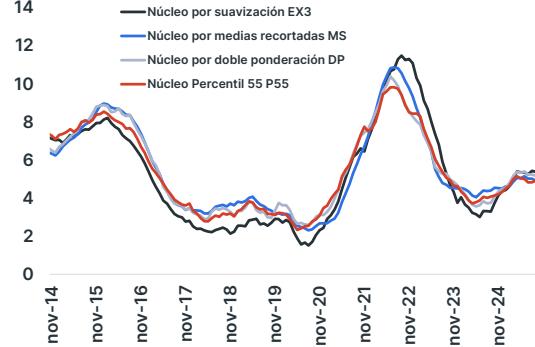
■ La inflación ha mostrado cierta desaceleración, ubicándose dentro del rango meta del BCB (1.5%-4.5%) por primera vez desde sep-24. En nov-25, la inflación se ubicó en 4.5% a/a, respecto del 4.7% de oct-25, moderación atribuida a una menor volatilidad en los ajustes de las tarifas de energía, así como al comportamiento de los alimentos, los cuales comenzaron a desacelerarse desde may-25. Por su parte, la inflación subyacente se ubicó en 4.7% a/a en nov-25 (oct-25: 4.9%), explicado por una moderación en el sector de servicios, mientras que el rubro de bienes continuó disminuyendo por un mejor desempeño del BRL. La inflación de servicios alcanzó una variación de 5.7% a/a en nov-25 vs. 5.9% en oct-25.

■ Estimamos que la inflación se ubique en 4.5% en dic-25 (antes: 4.6%) y para dic-26 esperamos 4.1%. La revisión responde principalmente a menores presiones en el componente de energía eléctrica, dado que en oct-25 sorprendió con una caída más pronunciada y, además, la perspectiva sobre las tarifas se ha estabilizado gracias a mejores niveles en los embalses, que han permitido un mayor uso de generación hidroeléctrica. Sin embargo, aunque la inflación subyacente (especialmente los servicios) registró cierta moderación, aún continúa en niveles elevados, lo que limita una reducción más pronunciada de la inflación total. De cara a 2026, prevemos una senda de reducción gradual de la inflación, en la medida en que se hagan más evidentes los efectos del prolongado ciclo de tasas de interés elevadas.

Inflación total y núcleo (var. % a/a)



Métricas de inflación núcleo (var. % a/a)



Fuente: IBGE, BCB, Credicorp Capital.

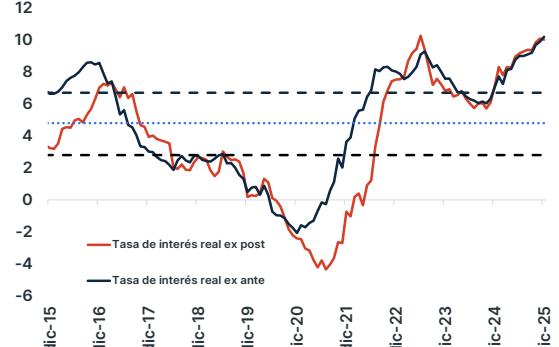
■ El Copom cierra 2025 con una postura altamente restrictiva. En la reunión de dic-25, la Junta decidió mantener estable la tasa Selic en el 15% y subrayó la importancia de mantener una postura cauta. En este sentido, el Copom se ha mantenido vigilante a los efectos del elevado nivel de las tasas por un periodo prolongado. En esta reunión, el Copom resaltó que la actividad ha reflejado cierta desaceleración, en línea con lo previsto, junto a ciertas presiones en el mercado laboral. Además, la evolución de las cuentas fiscales y el desanclaje de las expectativas de inflación siguen siendo factores relevantes en el balance de riesgos. Así, el cierre de año implica una postura altamente restrictiva, dado que la tasa de interés real ex ante se ubicaría en 10.5%, muy por encima de la tasa real neutral estimada del 5.0%.

■ **Inicio del ciclo de flexibilización monetaria.** De cara a 2026, anticipamos que en el 1T26 el Copom inicie una senda de recortes graduales en la tasa de interés, en la medida en que la inflación muestre con mayor claridad un proceso de moderación sostenida y converja hacia el punto medio del rango meta. Esto, sumado a un contexto en el que el crecimiento refleje una desaceleración más clara como resultado de las condiciones financieras altamente restrictivas. No obstante, existen factores de riesgo a monitorear, incluyendo la elevada incertidumbre sobre la sostenibilidad de las cuentas fiscales en medio de la agenda electoral, las negociaciones comerciales con EE.UU. y la política arancelaria a nivel global. En este marco, proyectamos que la tasa Selic se ubique en torno al 12% en dic-26.

Tasa Selic y expectativa de mercado (%)



Tasa de interés real de política monetaria (%)



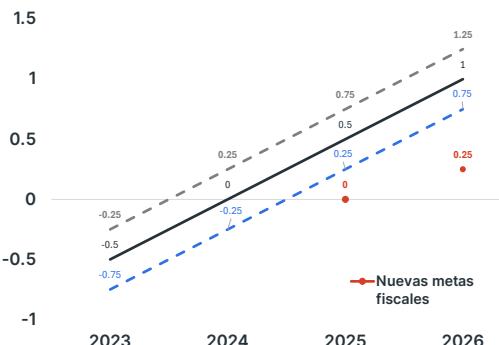
Ingeniería contable y financiera sin ajustes fiscales estructurales

■ **Ante una política fiscal expansiva orientada a sostener un elevado nivel de gasto, el Gobierno ha enfrentado dificultades para cumplir sus objetivos fiscales, lo que ha llevado a realizar ajustes en las metas establecidas.** Cabe recordar que para 2025 se fijó una meta de déficit fiscal primario cero, significativamente inferior al superávit de 0.5 % del PIB previsto en el Nuevo Marco Fiscal (NMF) de 2023. Esta tendencia de metas más flexibles se mantiene en las proyecciones para 2026.

■ **Avances en la agenda legislativa.** En nov-25, el Congreso aprobó la ley presentada en mar-25 que eleva el umbral de exención del impuesto sobre la renta de personas a BRL 5,000 mensuales, compensando el impacto fiscal con una mayor carga sobre los ingresos más altos ([ver Reporte](#)). En todo caso, existen dudas acerca de si la dinámica de tributación de este segmento de ingresos compensará plenamente la caída de la recaudación por el mayor umbral. También la Cámara aprobó un proyecto en el que se plantea reducir el gasto fiscal en un 10%, lo que podría generar ingresos de BRL 20,000 MM (0.17% del PIB) en 2026. Sin embargo, esto podría verse limitado debido al período de espera de 90 días para que entren en vigor estas medidas. Además, se sancionó la Ley de Directrices Presupuestarias (PLDO) para 2026, en la que se prevé un superávit primario de 0.25% del PIB (NMF de 2023: 1.0% del PIB), con mejoras graduales hasta 2029.

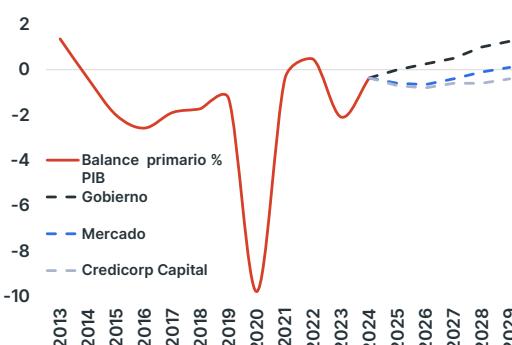
■ **Ante mejores perspectivas de ingresos, se reduce el ajuste fiscal en la partida del gasto.** En el informe bimestral de nov-25, el MdH anunció una reducción en el

Metas balance primario del NMF 2023 vs. nuevas metas (% del PIB)



Fuente: IBGE, BCB, Tesoro Nacional, Credicorp Capital.

Expectativas sobre el balance primario (% del PIB)



congelamiento del gasto a BRL 7,700 MM (0.06% del PIB) desde los BRL 12,000 MM (0.10% del PIB) de sep-25. En paralelo, se revisó al alza la proyección de ingresos netos, que pasó de 18.3% a 18.4% del PIB (presupuesto 2025: 18.7%), vinculada a la ratificación por parte del Supremo Tribunal Federal (STF) del Impuesto sobre las Operaciones Financieras (IOF). Así, la estimación de gasto se revisó al alza a 19%, desde el 18.9% del PIB previo.

■ **Contabilidad laxa.** Los riesgos siguen latentes dados los ajustes contables asociados a la enmienda constitucional que permite excluir del balance primario los pagos derivados de procesos judiciales. En el informe de nov-25 se estimó que el déficit primario será de 0.25% del PIB (sep-25: 0.24%) vs. el 0.6% al contabilizar los pagos judiciales. Esta “ingeniería fiscal” contribuirá a que las cuentas fiscales luzcan menos deterioradas temporalmente, dado que desde 2027 los pagos judiciales se incorporarán progresivamente a las metas fiscales, comenzando con un 10% y aumentando en un período de hasta 10 años.

■ **Aunque la carga de intereses ha tenido una moderación, sigue ejerciendo presión sobre las finanzas públicas.** En el acumulado 12 meses hasta oct-25, el pago de intereses alcanzó el 7.0% del PIB (oct-24: 6.6%), cifra que seguirá ejerciendo presión debido a que la tasa Selic cerró en 15% y se espera que los recortes en 2026 sean graduales, lo cual es relevante puesto que el 48% de la deuda está indexada a esta tasa. De hecho, el Tesoro reportó que, en el acumulado 12 meses a oct-25, el costo promedio de la deuda interna fue de 12.5% (sep-25: 12.3%).

Estimación del Presupuesto 2025 vs. la revisión bimestral (% del PIB)

	LOA 2025		Revisión bimestral		Revisión bimestral	
	% PIB	BRL MM	% PIB	BRL MM	% PIB	BRL MM
1. Ingresos primarios totales	23.2	2.930.278	22.9	2.899.984	23.0	2.924.394
2. Transferencias	4.5	570.227	4.6	580.599	4.6	578.916
3. Ingresos netos (1)-(2)	18.7	2.360.051	18.3	2.343.385	18.4	2.345.478
4. Gastos primarios	18.9	2.389.589	18.9	2.417.113	19.0	2.420.410
5. Resultado Primario (3)-(4)	-0.2	-29.538	-0.58	-73.500	-0.6	-75.732
6. Compensación meta fiscal (ADIs 7047 y 7064)*	0.3	44.118	0.34	43.323	0.35	44.536
7. Resultado primario después de la compensación	0.1	14.580	-0.24	-30.204	-0.25	-31.296

* Enmienda constitucional que permite al gobierno excluir del cálculo del resultado primario los pagos judiciales

Riesgos sobre la sostenibilidad fiscal persisten y aumenta la incertidumbre ante un año electoral



▪ **Persisten los riesgos sobre la sostenibilidad fiscal.** En el acumulado 12 meses hasta oct-25, el Gobierno Central registró ingresos netos por 18.5% del PIB (oct-24: 17.9%) y gastos por 18.9% del PIB (oct-24: 19.8% PIB), lo que lleva a que se registre un déficit primario de 0.35% del PIB (acumulado 12 meses oct-24: -1.8%). Este resultado mantiene la presión sobre el cumplimiento de la meta de déficit cero fijada para 2025 y supera el margen de tolerancia de $\pm 0.25\%$ del PIB establecido en el NMF de 2023.

▪ **Discusiones en curso.** Será relevante el desarrollo de la discusión del Proyecto de Ley del Presupuesto Anual (PLOA) para 2026, el cual se presentó el 29-ago. Se proyecta un crecimiento del PIB de 2.4% y una inflación de 3.6%. Aunque la meta de superávit primario (0.25% del PIB) del PLDO se mantiene, excluye pagos judiciales; incluirlos implicaría un déficit de 0.17% del PIB. El Congreso tiene plazo hasta el 22-dic para aprobarlo.

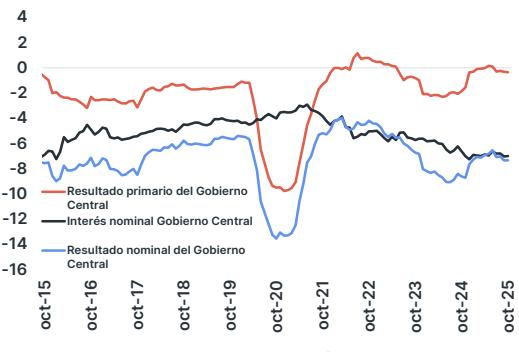
▪ **Con todo, revisamos a la baja la estimación de déficit primario a 0.5% (antes 0.6%) del PIB para 2025 y para 2026 estimamos 0.6% (antes: 0.7%).** Esto asociado en la gran medida a la ingeniería contable y a la estrategia de medidas transitorias frente a desafíos estructurales. Seguimos considerando que la sostenibilidad fiscal sigue siendo preocupante, dado el cóctel de factores adversos, como la ausencia de recortes estructurales en el gasto, tasas de interés elevadas (presionando el pago de intereses) y la temporada electoral, que limitará el calendario legislativo, lo que dificulta avanzar hacia una posición fiscal equilibrada.

▪ **2026 probablemente será un período de alta volatilidad en los mercados.** El país se enfrentará a elecciones para elegir presidente, gobernadores estatales, miembros de la Cámara de Diputados y dos tercios del Senado, lo que podría transformar significativamente el panorama político. La conformación del Congreso será clave para impulsar reformas estructurales que permitan avanzar hacia una posición más sólida y evitar presiones sobre las primas de riesgo.

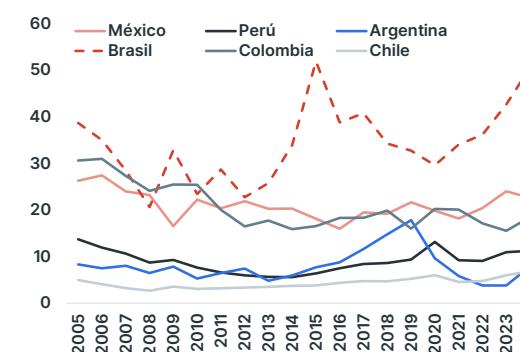
▪ **Aún es demasiado pronto para sacar conclusiones sobre el desenlace electoral.** De momento, el actual presidente –Lula da Silva (candidato de izquierda)– aspira a un cuarto mandato presidencial y a su segundo consecutivo. Las encuestas lo mantienen como favorito, liderando la intención de voto con alrededor del 40%.

▪ **Candidatos de oposición.** Recientemente se oficializó la candidatura del senador Flavio Bolsonaro, hijo del expresidente Jair Bolsonaro, quien actualmente está inhabilitado y cumple una condena de 27 años de prisión por señalamientos de intento de golpe de Estado en 2022. El senador ha subrayado que ahora inicia una etapa de construcción de alianzas y diálogo con la sociedad, con el objetivo de reunir apoyos suficientes para enfrentar a Lula en las urnas y preservar la influencia política de su padre. Otro nombre que suena como posible contrincante es Tarcísio de Freitas, actual gobernador de São Paulo. Aunque aún no ha oficializado su candidatura, aparece como una alternativa dentro de la oposición.

Balance primario, total y pago de interés del Gobierno- acum 12 meses (% del PIB)

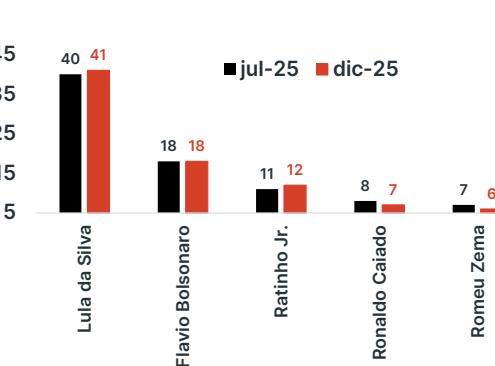


Pagos netos de intereses como % de los ingresos tributarios (%)



Fuente: IBGE, BCB, Tesoro Nacional, Datafolha, Credicorp Capital.

Intención de voto para la primera vuelta presidencial (encuesta Datafolha)



Calendario electoral 2026

Fecha	Evento
20-jul/ 15-ago-26	Período para el registro de candidatura ante la Justicia Electoral.
16-ago-26	Comienzo oficial del período de campaña.
4-oct-26	Votación para elegir Presidente, Gobernadores, Senadores y Diputados.
25-oct-26	Segunda vuelta si ningún candidato a Presidente o Gobernador alcanza la mayoría de los votos en primera vuelta

Diferencial de tasas es el principal catalizador del BRL, junto a la debilidad del USD global



- El BRL ha experimentado una apreciación de 12% en lo que va del año, asociada principalmente al contexto externo, caracterizado por la debilidad del USD global. En el contexto interno, el amplio diferencial de las tasas de interés ha contribuido de forma significativa en el desempeño del BRL.
- Así, la sensibilidad al diferencial de tasas frente a la FED sigue influyendo. En la reunión de dic-25, el BCB mantuvo estable la tasa en el 15% y esperamos que en 2026 la comience a recortar de forma gradual, al tiempo que en el mercado se mantiene la expectativa de que la FED continúe con su ciclo de flexibilización monetaria, lo que hará que el diferencial de tasas se mantenga amplio.
- Moderación de las fricciones comerciales. Este factor se ha moderado tras los recientes anuncios de EE. UU. sobre la ampliación de la lista de productos exentos del arancel adicional del 40% (café, té, frutas tropicales, cacao, especias, carne bovina). Asimismo, las relaciones diplomáticas entre ambos mandatarios atraviesan un mejor momento. En todo caso, hacia adelante será clave seguir de cerca la evolución de la política comercial global.
- En el mercado se ha percibido una menor aversión al riesgo. El Gobierno mantuvo el enfoque de realizar ajustes temporales para problemas permanentes ([ver Reporte](#)), lo que continúa limitando la credibilidad en el ajuste fiscal, por lo que cualquier anuncio que ponga en duda la estimación de ingresos es un factor que podría generar mayor volatilidad en el FX. A ello se suma la incertidumbre propia del periodo electoral, que será un factor relevante en 2026.

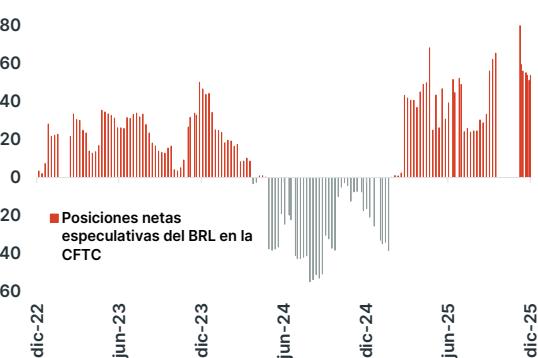
■ Ajustamos la estimación del USDBRL a 5.5 (antes: 5.6) para dic-25 y para dic-26 la mantenemos en 5.7. Esto en medio de la debilidad que ha tenido el USD global, el atractivo diferencial de tasas y posiciones netas largas sobre el BRL. En todo caso, no descartamos movimientos al alza en el FX asociados al resultado fiscal y al desarrollo de las elecciones presidenciales.

■ Consideramos que la posición externa será menos favorable con un DCC de 3.0% (antes: 2.8%) del PIB en 2025 y de 2.7% (antes: 2.5%) en 2026. Entre ene/nov-25, las exportaciones aumentaron 1.8% a/a vs. 0.4% en ene/nov-24, explicado por un aumento en los envíos del sector agrícola de 5.0% a/a (vs. -10% en ene/nov-24) y de las industrias de transformación de 3.2% a/a (vs. 3.0% ene/nov-24), mientras que la industria extractiva tuvo una caída de -4.3% a/a (vs. -6.5% ene/nov-24). Las importaciones crecieron 7.2% a/a vs. 9.6% en ene/nov-24. En este contexto, la demanda de China sigue siendo un factor clave, con un crecimiento de 4.2% a/a entre ene/nov-25 (ene/nov-24: -6.6% a/a). Se espera que esta tendencia positiva continúe, a pesar de los acuerdos entre China y EE. UU. para aumentar las compras de soja estadounidense, dada una mayor competitividad en los precios de la soja brasileña y a que China es el principal socio comercial. Además, la ampliación de productos exentos del arancel del 40% ha moderado los impactos, ya que, según el Ministerio de Industria y Comercio, solo el 22% de las exportaciones brasileñas siguen sujetas a aranceles adicionales, frente al 36% registrado al inicio de las tensiones.

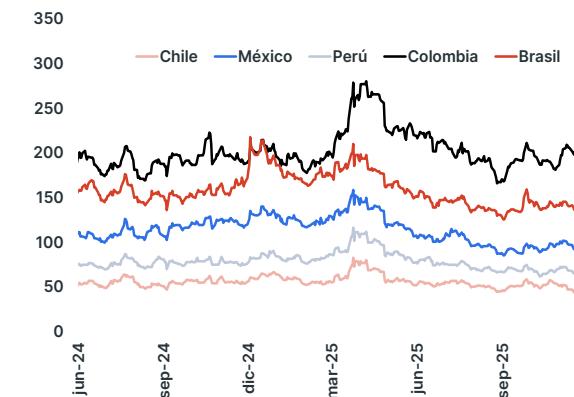
Diferencial bono a 1Y Brasil vs. bono 1Y EE. UU. (%)



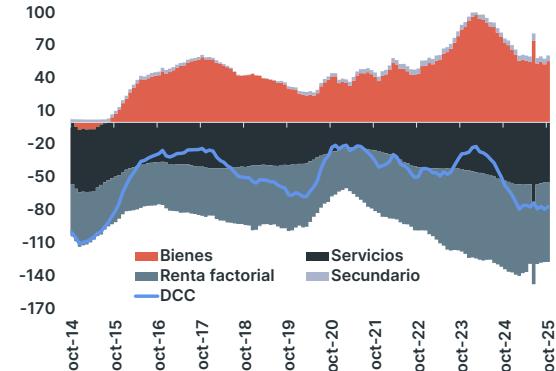
BRL: Posiciones especulativas netas CFTC (miles de contratos)



CDS a 5 años (puntos)



Balanza comercial (USD MM - acum. 12 meses)



Brasil: proyecciones económicas



Brasil

Rating (outlook): BB (s) / BB (s) / Ba1 (s)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Actividad económica									
PIB corriente (USD MM)									
PIB per cápita (USD)	1.916.454	1.872.800	1.475.529	1.670.493	1.951.572	2.190.991	2.189.497	2.154.072	2.287.991
PIB real (var. %)	9.098	8.847	7.053	7.951	9.258	10.350	10.299	10.085	10.672
Demanda Interna real (var. %)	1.8	1.2	-3.3	5.0	3.0	3.3	3.4	2.1	1.8
Consumo real total (var. %)	2.6	2.3	-3.8	5.3	3.2	2.2	4.8	2.0	1.7
Consumo privado real (var. %)	2.0	2.0	-4.4	3.4	3.7	3.4	4.1	2.0	1.8
Consumo público real (var. %)	2.4	2.6	-4.6	3.2	4.1	3.3	4.8	2.1	1.8
Inversión bruta real (var. %)	0.8	-0.5	-3.7	4.2	2.2	3.7	1.9	1.5	1.6
Exportaciones reales (var. %)	5.2	4.0	-1.5	13.7	1.1	-2.8	7.2	2.0	1.7
Importaciones reales (var. %)	4.1	-2.5	-2.3	4.2	6.2	8.9	3.0	3.1	3.4
Tasa de desempleo (%, promedio)	7.7	1.3	-8.9	14.5	1.1	-1.0	14.6	3.7	3.2
Precios y monetario									
Inflación (fin de año)	12.4	12.1	13.5	13.5	9.5	7.5	6.9	6.2	6.7
Inflación (promedio)	3.8	4.3	4.5	10.2	5.8	4.6	4.8	4.5	4.1
Tasa de referencia (fin de año)	3.7	3.7	3.2	8.3	9.3	4.6	4.4	5.0	4.2
Tasa de referencia (promedio)	6.50	4.50	2.00	9.25	13.75	11.75	12.25	15.00	12.00
Cuentas fiscales									
Balance Fiscal primario SPFN (% del PIB)	-1.5	-0.8	-9.2	-0.7	-1.3	-2.3	-0.4	-0.6	-0.7
Balance Fiscal primario GNC (% del PIB)	-1.7	-1.3	-9.8	-0.4	0.5	-2.1	-0.4	-0.5	-0.6
Balance Fiscal SPNF (% del PIB)	-7.0	-5.8	-13.3	-4.3	-4.6	-8.9	-8.5	-8.5	-8.6
Balance Fiscal GNC (% del PIB)	-6.1	-5.4	-13.3	-4.9	-4.4	-8.0	-7.6	-8.3	-8.4
Deuda bruta GG (% del PIB)	75.3	74.4	86.9	77.3	71.7	73.8	76.1	80.3	83.0
Sector externo									
Balanza comercial (USD MM)	44.323	29.569	35.663	42.312	51.522	92.276	66.218	62.548	64.517
Exportaciones	239.519	225.794	210.690	283.964	340.201	343.819	339.856	344.218	350.654
Importaciones	195.196	196.225	175.027	241.652	288.679	251.543	274.014	281.670	286.137
Balanza en cuenta corriente (USD MM)	-53.818	-63.960	-24.223	-39.398	-41.960	-27.073	-66.168	-69.813	-65.147
(Como % del PIB)	-2.7	-3.6	-1.7	-2.4	-2.1	-1.2	-2.9	-3.0	-2.7
IED (USD miles MM)	3.88	4.02	5.19	5.57	5.29	4.85	6.18	5.50	5.70
Reservas Internacionales (USD MM)	374.710	356.886	355.620	362.204	324.703	355.034	329.730	357.769	348.436
Tipo de cambio (fin de período)	3.66	3.95	5.15	5.40	5.16	4.99	5.39	5.60	5.75
Tipo de cambio (promedio)									

Nota: Calificadoras S&P / Fitch / Moody's

México

Posicionamiento estratégico frente a la revisión del T-MEC en un ciclo más débil

Índice

Resumen ejecutivo y balance de riesgos



- **Política.** De cara a la revisión del T-MEC en 2026, las relaciones México-EE.UU. se han tensionado cada vez más, en la medida en que las discusiones comerciales se han vinculado a las demandas de EE.UU. en materia de seguridad, migración y control del fentanilo. Asimismo, las fricciones se han concentrado en las reglas de origen, particularmente en los sectores automotriz, de vehículos eléctricos y de acero, y en amenazas recurrentes de aranceles, utilizadas más como herramienta de negociación que como política efectiva, ya que los anuncios más punitivos no llegaron a implementarse. Reuniones de alto nivel a inicios de dic-25 reabrieron el diálogo sobre la revisión del tratado y de las cadenas de suministro. En conjunto, el proceso apunta a una estrategia de presión política y comercial de cara a 2026, que eleva la incertidumbre sin derivar aún en una ruptura comercial.
- **Actividad económica.** El crecimiento del PIB se mantuvo débil en 2025, con un avance de apenas 0.1% acumulado al 3T25; proyectamos 0.3% para el año. La actividad ha sido sostenida principalmente por los servicios, mientras que las actividades secundarias siguen restando dinamismo. El consumo permanece prácticamente estancado, afectado por la debilidad de los salarios reales, las remesas y el gasto con tarjetas, mientras que la inversión se ha contraído significativamente ante caídas en la construcción y en maquinaria y equipo. En contraste, las exportaciones manufactureras muestran resiliencia, lideradas por sectores no automotrices que se benefician de las exenciones del T-MEC. Para 2026, anticipamos una recuperación moderada, apoyada por transferencias sociales, aumentos del salario mínimo, gasto asociado al Mundial, condiciones financieras más laxas y una mayor inversión pública, junto con una baja base de comparación y la posición favorable de México en las cadenas de suministro de EE.UU. Estos factores se verán parcialmente contrarrestados por una menor creación de empleo y la persistente incertidumbre comercial. En conjunto, proyectamos un crecimiento del PIB de 1.5% en 2026.
- **Inflación.** La inflación general descendió de 4.21% en dic-24 a 3.80% en nov-25, impulsada principalmente por la caída de la inflación no subyacente, en especial de frutas, verduras y energéticos, mientras que la inflación subyacente continuó al alza hasta 4.43%, reflejando una presión persistente en mercancías y una desaceleración solo gradual de los servicios. Prevemos que la inflación permanezca por encima del objetivo de 3% de Banxico en 2025 y en gran parte de 2026 (dic-25: 3.8%; dic-26: 4.0%), ante mayores presiones de costos laborales.
- **Política monetaria.** La mayoría de los miembros de Banxico ve espacio para recortes graduales, apoyados en una inflación general dentro del rango objetivo, en señales incipientes de moderación de la subyacente, en la debilidad de la actividad y en un MXN fuerte. No obstante, el consenso más reciente favorece una normalización cautelosa y dependiente de los datos, dada la persistencia de la inflación subyacente y los riesgos al alza. Si la Fed recorta tasas, Banxico tendría mayor margen para flexibilizar, aunque la inflación subyacente elevada y el aumento de los costos laborales limitarán una relajación agresiva. En este contexto, proyectamos que la tasa de política alcance 6.50% en dic-26, con riesgos a la baja si el bajo crecimiento y el incentivo de reducir la carga de intereses del gobierno ganan mayor peso en la decisión de política.
- **Cuentas fiscales.** Durante ene/oct-25, las finanzas públicas mostraron una mejora, apoyadas por sólidos ingresos tributarios no petroleros y ajustes selectivos del gasto, lo que permitió reducir el déficit tradicional a MXN 784,000 MM (\approx 4.0% del PIB, acumulado 12 meses), desde MXN 1.7 BB en el mismo periodo de 2024, aunque aún por encima de los objetivos de mediano plazo de las autoridades (3.6% para 2025-26). Esta fortaleza fiscal responde principalmente a la resiliencia de los servicios y de otros sectores no petroleros, a los ingresos extraordinarios y a las medidas discrecionales. Como consecuencia, el orden fiscal se ha preservado sin abordar rigideces estructurales, en particular en el gasto social, apoyándose en recortes de la inversión pública y en el plan para contener los vencimientos más inmediatos de Pemex, enfocado en capitalización, estabilización financiera y contención de riesgos, con resultados dependientes de la ejecución y de la participación del sector privado. Si bien esta estrategia respalda la estabilidad a corto plazo deja la sostenibilidad fiscal más expuesta a la evolución de los ingresos, a los costos financieros y a posibles choques. Hacia adelante, anticipamos que los requerimientos financieros del sector público se mantengan ligeramente por encima de los objetivos oficiales (2025: 4.4% vs. 4.3%; 2026: 4.6% vs. 4.1%).
- **FX.** El MXN se ha apreciado alrededor de 16% YTD, apoyado por la debilidad del USD, las expectativas de recortes por parte de la Fed, las tasas reales elevadas, la baja incertidumbre comercial y una posición externa sólida. En este escenario, considerando el desempeño comercial y una probable revisión exitosa del T-MEC que podría aportar soporte, revisamos nuestra previsión para el cierre de 2026 a un USDMXN de 19.10, desde 19.50 previamente.

¿Cuáles son las principales fricciones con EE.UU.?

Seguridad y migración:

- EE.UU. condiciona el comercio al control migratorio y a la lucha contra el narcotráfico, amenazando con aranceles de 30% si México no controla los flujos migratorios y el fentanilo.
- La Estrategia de Seguridad Nacional de EE.UU. (dic-25) contempla posibles despliegues militares contra los carteles, al tiempo que utiliza la migración como palanca de presión, lo que, según las autoridades mexicanas, socava la soberanía nacional.

Energía:

- Las reformas mexicanas que otorgan trato preferencial a PEMEX y CFE han generado reclamos por incumplimiento de los principios de no discriminación y competencia leal (Capítulos 8, 14 y 31).
- EE.UU. activó consultas en jul-22 y promovió la "Ley de Cumplimiento Comercial Energético de México" para proteger las inversiones.
- Empresas norteamericanas han iniciado arbitrajes por la negativa de permisos y cambios regulatorios.

Agricultura:

- Un panel del T-MEC falló en dic-24 en contra de México por la prohibición del maíz genéticamente modificado. México levantó la restricción en feb-25, pero aprobó en mar-25 una reforma constitucional que prohíbe la siembra dentro del territorio nacional.
- Han surgido tensiones en torno a frutas, lácteos y biotecnología, con Canadá defendiendo su sistema de administración de la oferta.
- Trump amenazó con aranceles de 5% por el incumplimiento de México en la entrega de agua bajo el Tratado de 1944. México entregará 249,163 MM de m³ a partir del 15-dic, conforme a un plan bilateral para regularizar los déficits y proteger el uso humano y agrícola.

Laboral y automotriz:

- Directores ejecutivos de EE.UU. denuncian la falta de certidumbre jurídica, el aumento de valores aduaneros y reformas judiciales que afectan la independencia de los tribunales.
- Críticas a políticas que favorecen a empresas estatales y generan trato desigual.

Otros temas emergentes:

- Comercio digital y flujos de datos sin reglas claras, lo que genera incertidumbre para las empresas tecnológicas.
- Disputas sobre propiedad intelectual y servicios financieros.

Cronograma de negociación

- sep-25 a nov-25: Consultas públicas en los tres países para recibir aportaciones de los sectores productivos.
- 3-5 dic-25: Audiencias en EE.UU. con la participación de sindicatos, cámaras empresariales, armadoras automotrices y productores agrícolas.
- ene-26 a jun-26: Elaboración y presentación de las recomendaciones finales a la Comisión de Libre Comercio.
- 1-jul-26: Revisión obligatoria del acuerdo, en la que se contemplan tres escenarios: i) extensión por 16 años: hasta 2042, con una revisión en 2032; ii) revisiones anuales: si no hay consenso, el acuerdo se revisa anualmente hasta 2036; y iii) terminación: si después de 10 años no se alcanza un acuerdo, el tratado concluye el 1-jul-36.

Escenarios

Si se renueva:

- Se mantiene la certidumbre jurídica y el acceso preferencial a EE.UU. y Canadá, que en conjunto representan más de 80% de las exportaciones mexicanas.
- Se preservan las cadenas de suministro integradas, en particular en los sectores automotriz, aeroespacial y agroindustrial.
- Se espera que México continúe atrayendo inversión extranjera directa (IED) en niveles ampliamente comparables al período 2021-2022, impulsados por nuevas inversiones.
- Se fortalece la posición de México como socio estratégico de nearshoring, beneficiándose de la relocalización de empresas asiáticas hacia América del Norte.

Si no se renueva:

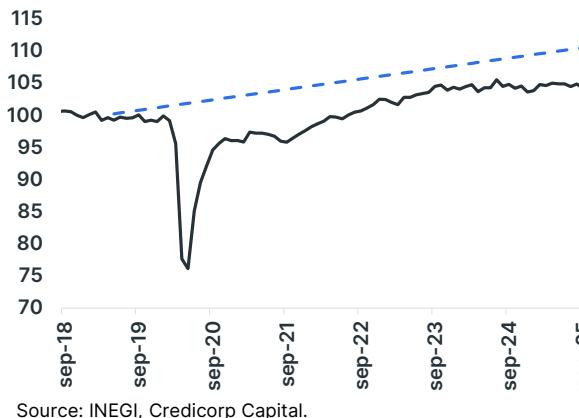
- El acuerdo entra en un esquema de revisiones anuales hasta 2036, generando incertidumbre para empresas e inversionistas.
- México podría enfrentar salidas de capital y pérdidas de empleo en sectores integrados (automotriz, autopartes, electrónica).
- Existe el riesgo de que Estados Unidos y Canadá reactiven el acuerdo bilateral CUSFTA, dejando a México fuera y obligándolo a renegociar desde cero bajo las reglas de la OMC, con aranceles y barreras.
- Impacto severo en la competitividad: mayores costos logísticos, menor atractivo para el nearshoring y posible relocalización de plantas hacia EE.UU. o Asia.
- Sectores más vulnerables: automotriz, agroindustrial y manufactura avanzada.

Del estancamiento a una modesta recuperación en 2026



- El PIB creció 0.1% a/a en el acumulado del año hasta 3T25, con un arrastre estadístico cercano a 0.40%, lo que sugiere un crecimiento de alrededor de 0.3% en 2025. Del lado de la oferta, el avance ha sido impulsado por los servicios (+1.0% a/a; +0.6 pp), apoyados por ventas minoristas y servicios profesionales. El principal lastre provino de las actividades secundarias (-1.8% a/a; -0.6 pp), con caídas en minería (menor extracción petrolera), construcción (menor inversión pública) y manufactura, que solo compensó parcialmente la debilidad en equipo de transporte con crecimiento en equipo informático.
- La demanda interna se contrajo -1.5% a/a en ene-sep 2025. El consumo privado se mantuvo prácticamente estable, con señales mixtas: recuperación en algunos rubros (como las importaciones), pero debilitamiento gradual de los salarios reales, las remesas reales y el gasto con tarjeta. La inversión cayó con fuerza (-7.5% a/a), afectada tanto en construcción como en maquinaria y equipo; la recuperación de las importaciones de maquinaria en sep-25 impactó negativamente en el PIB vía el comercio neto.
- Para 2026, se espera que el consumo privado crezca 1.7% y la inversión 0.8%. El consumo estaría apoyado por transferencias sociales y aumentos del salario mínimo, parcialmente compensados por una menor creación de empleo formal y por una desaceleración de las remesas, ante un mercado laboral más débil en EE. UU. y mayor incertidumbre migratoria.
- La Copa del Mundo podría dar un impulso transitorio al consumo, especialmente en turismo, servicios y comercio. No obstante, la alta informalidad y los aumentos del salario mínimo sin ganancias de productividad podrían presionar costos y acotar el impacto neto. Se espera una recuperación gradual de la inversión desde niveles bajos, apoyada por mayor inversión pública y proyectos puntuales de infraestructura, aunque limitada por la persistente incertidumbre sobre la política comercial de EE. UU.
- Los datos comerciales YTD hasta 3T25 muestran exportaciones resilientes frente a una demanda interna débil. Las manufacturas siguen creciendo, lideradas por sectores no automotrices (computadoras y partes) y respaldadas por las exenciones del T-MEC, mientras que las exportaciones automotrices continúan a la baja. Las importaciones de bienes de capital se mantienen débiles, señalando inversión contenida. Pese a los cambios en la política comercial de EE. UU., las exportaciones a ese mercado siguen dinámicas.
- Mantenemos nuestras previsiones de crecimiento del PIB en 0.3% para 2025 y 1.5% para 2026. El escenario para 2026 se apoya en una baja base de comparación, el acceso preferencial al mercado estadounidense y la ganancia gradual de participación frente a China, especialmente en equipo informático. Si bien no anticipa una aceleración amplia de la demanda interna, sí resalta la ventaja relativa de México en el entorno externo actual, con posibles apoyos adicionales de la Copa del Mundo, proyectos ferroviarios y condiciones financieras más favorables.

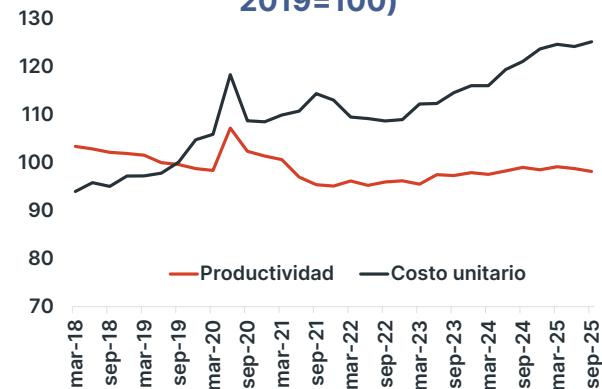
Indicador de actividad mensual y tendencia prepandemia (2018=100)



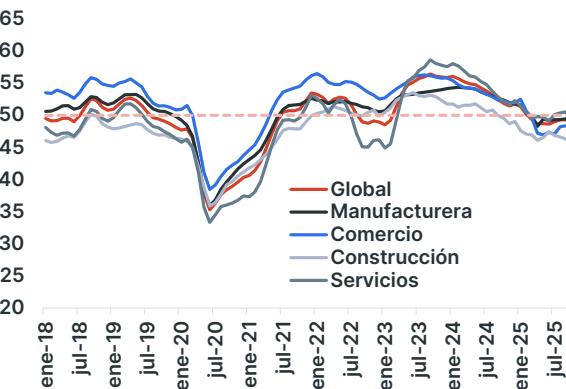
Indicadores relacionados con el consumo (variación a/a%)



Productividad laboral y costo laboral unitario (economía total, 2019=100)



Indicadores de confianza empresarial (Neutral = 50)



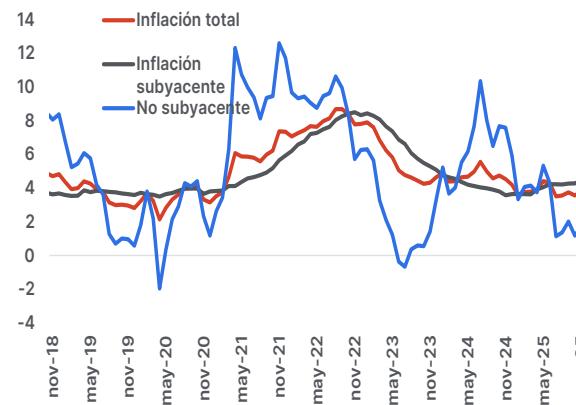
Banxico navega por una inflación subyacente persistente en medio de ajustes graduales en su política monetaria



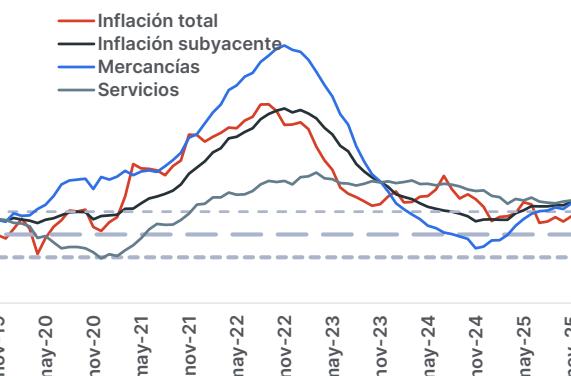
■ La desinflación reciente ha estado impulsada principalmente por el componente no subyacente. La inflación general cayó de 4.21% en dic-24 a 3.80% en nov-25, explicada casi en su totalidad por la desaceleración de precios de frutas, verduras y energía. En contraste, la inflación subyacente aumentó de 3.65% a 4.43%, reflejando mayores presiones en bienes y una moderación solo gradual en servicios. No obstante, los indicadores de tendencia (inflación anualizada ajustada, proporción de la canasta con aumentos $\leq 3\%$ y media truncada) sugieren una mejora lenta en la dinámica subyacente, si bien el proceso de desinflación sigue incompleto.

■ Anticipamos que la inflación se mantenga por encima del objetivo de 3.0% de Banxico en 2025 y la mayor parte de 2026. Mantenemos nuestra estimación de inflación a fin de año en 3.8% y revisamos nuestra proyección para dic-26 a 4.0% (antes 3.8%), reflejando el aumento de las presiones por costos laborales. En particular, el acuerdo tripartito del gobierno para incrementar el salario mínimo general en 13% a partir de ene-26 (5% en las regiones fronterizas), llevándolo a MXN 315 a nivel nacional y MXN 441 en la frontera, añade riesgos inflacionarios. Aunque las autoridades enfatizan que el poder adquisitivo real ha aumentado desde 2018 y los salarios más altos pueden impulsar el consumo en una economía estancada, el ajuste excede la inflación esperada y se produce en un contexto de baja productividad y elevados costos laborales.

Indicadores de inflación (var a/a%)



Inflación general y subyacente (var a/a %)



Source: INEGI, Banxico, Refinitiv, Credicorp Capital.

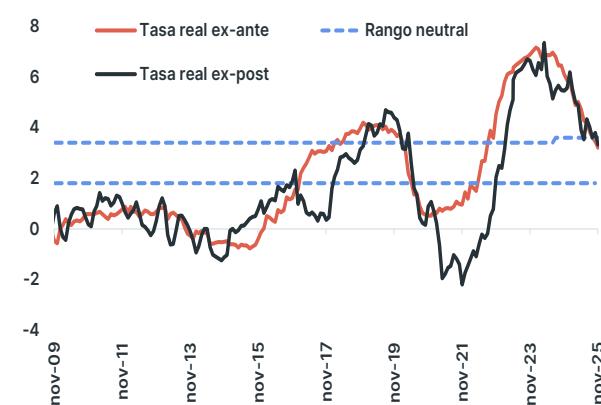
■ Dado que el salario mínimo se ha acercado al salario mediano desde 2019, nuevos aumentos impactan ahora a una mayor proporción de trabajadores. Esto amplifica el traspaso a precios, especialmente en servicios, y elevando los riesgos de compresión salarial e informalidad (55% en oct-25). Las expectativas de inflación para dic-26 se sitúan cerca de 3.9%, en parte por nuevos impuestos, lo que refuerza la persistencia de presiones subyacentes. Junto con la reducción gradual de la jornada laboral a partir de 2027, estos factores limitan el margen de Banxico para flexibilizar en 2026, dado el sesgo al alza de los riesgos de costos.

■ **Flexibilización cautelosa en medio de presiones persistentes sobre la inflación subyacente.** La mayoría de los miembros de Banxico actualmente ven espacio para recortes graduales de la tasa, argumentando que la inflación general permanece dentro del rango objetivo, que la inflación subyacente muestra signos tempranos de moderación y que el contexto macroeconómico (actividad débil, un MXN fuerte y una tasa real todavía restrictiva) respalda la normalización. Desde esta perspectiva, una comunicación flexible puede gestionar riesgos en lugar de seguir un camino predefinido. Es importante destacar que si la Reserva Federal decide reducir aún más las tasas, Banxico tendría espacio adicional para flexibilizar; sin embargo, las perspectivas permanecen conservadoras, reflejando tanto la persistencia de la inflación subyacente como la orientación futura de la Fed. En general, el balance de riesgos se inclina hacia una flexibilización gradual continua.

Previsiones de inflación y objetivo de inflación (%)



Tasa de política real (%)



El ajuste fiscal gana terreno, pero persisten los riesgos estructurales

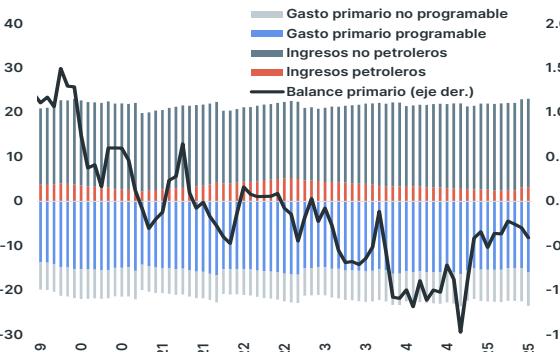


CredicorpCapital

▪ Durante ene/oct-25, las finanzas públicas mostraron una mejora, apoyadas por mayores ingresos tributarios no petroleros y una contención del gasto selectivo. El balance fiscal tradicional registró un déficit de MXN 784 mil MM, inferior a MXN 1.7 BB en el mismo periodo de 2024, equivalente a ~4.0% del PIB acumulado 12 meses (4.9% en dic-24). Este resultado aún supera la meta del gobierno de 3.6% del PIB para 2025-26. Las autoridades han mantenido un orden relativo sin abordar las rigideces estructurales del gasto, particularmente el social, apoyándose en sólidos ingresos tributarios no petroleros sostenidos por servicios resilientes y en algunas medidas fiscales (incluyendo impuestos más altos a las plataformas digitales), mientras implementan recortes selectivos en la inversión pública y en Pemex. Aunque este enfoque mantiene la estabilidad a corto plazo, limita el crecimiento, estrecha el espacio de política y deja la sostenibilidad fiscal dependiente de la fortaleza continua de los ingresos, de menores costos por intereses y de la ausencia de choques adversos.

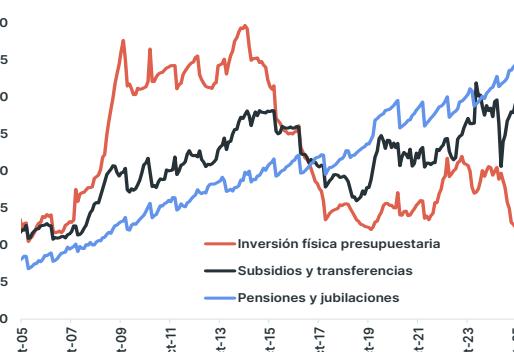
▪ La credibilidad fiscal depende cada vez más de la capacidad de sostener ingresos más que del desempeño de las empresas públicas. En ene-oct 2025, los ingresos totales alcanzaron MXN 6.8 BB, impulsados principalmente por ingresos tributarios no petroleros: ISR (8.2% del PIB, acumulado 12 meses), IVA (4.3%), IEPS (1.9%) y aranceles (0.5%). A esto se sumaron ingresos no tributarios no petroleros (1.2% del PIB), incluyendo el remanente de operación de Banxico y la extinción de fideicomisos del Poder Judicial, ambos de carácter no recurrente.

Cuentas fiscales
(acumulado 12 meses, % del PIB)



Source: SHCP, CIEP, Credicorp Capital.

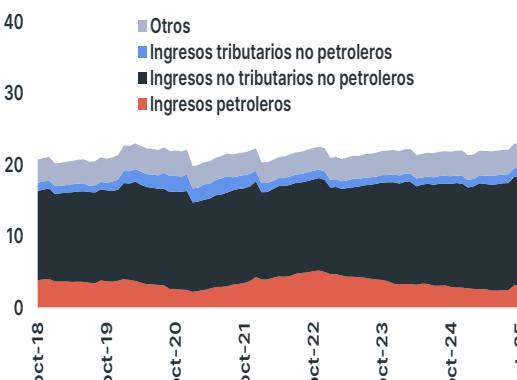
Gasto del sector público
(acumulado 12 meses, % del PIB)



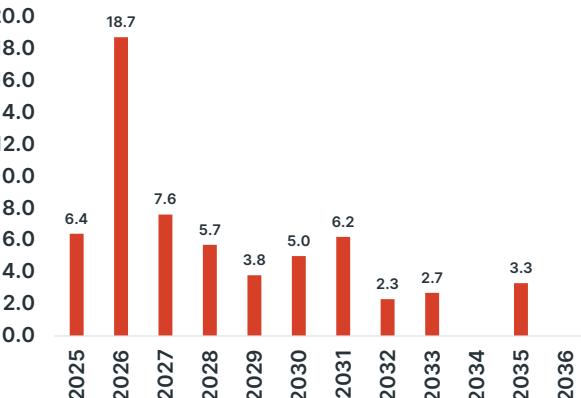
▪ En el lado del gasto, el gasto total alcanzó MXN 7.6 BB en el periodo ene/oct-25, en términos generales, alineado con MXN 7.3 BB en el mismo periodo de 2024. El principal ajuste provino del gasto programable más bajo (18.5% del PIB vs. 19.2% en 2024), reflejando recortes a la inversión pública así como reducciones en las asignaciones a Pemex y a los organismos autónomos federales. En contraste, el gasto no programable aumentó (7.5% del PIB vs. 7.2%), impulsado por mayores transferencias participables a los estados, el aumento del pago de intereses y el creciente peso de las pensiones. De cara al futuro, esperamos que el Requerimiento Financiero del Sector Público exceda ligeramente la meta oficial, alcanzando 4.4% del PIB en 2025 (vs. 4.3% de meta) y 4.6% en 2026 (vs. 4.1% de meta).

▪ **El plan para Pemex... no garantiza un regreso triunfal; evita una derrota inmediata.** La estrategia del gobierno para Pemex no contempla una reducción estructural ni una profunda reestructuración operativa a corto plazo. En cambio, prioriza inyecciones de capital, la estabilización financiera y medidas para ganar tiempo. A través de transferencias directas, mecanismos de financiamiento respaldados por el Estado y nuevos vehículos de inversión, las autoridades buscan cubrir la deuda a corto plazo, normalizar los pagos a proveedores y mejorar el perfil de deuda. La apertura a contratos mixtos está destinada a atraer capital privado y trasladar parte de la carga de inversión fuera del balance público; sin embargo, su efectividad dependerá del apetito del sector privado. En términos generales, la estrategia se entiende mejor como un esfuerzo por contener riesgos fiscales y preservar la credibilidad, más que como una transformación estructural de Pemex a corto plazo.

Ingresos del sector público
(acumulado 12 meses, % del PIB)



Perfil de vencimiento de la deuda de Pemex (USD mil MM)



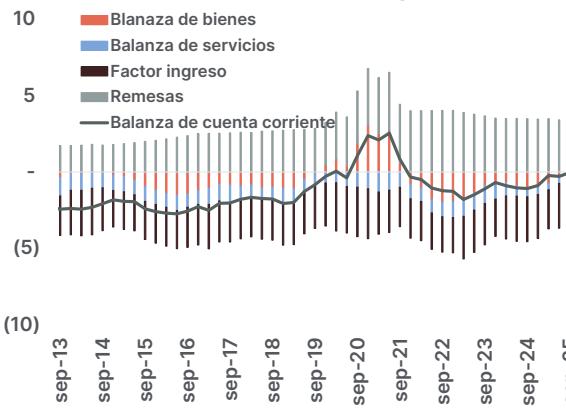
MXN: la fortaleza relativa se mantiene a pesar de la reducción del diferencial de tasas de interés y la incertidumbre en torno al T-MEC

■ **El MXN se ha apreciado ~16% YTD.** En línea con otras monedas emergentes, apoyado por la debilidad del USD y las expectativas de recortes adicionales de la Fed. En adelante, su desempeño seguirá determinado principalmente por la economía y la política monetaria de EE. UU. A nivel doméstico, el MXN ha contado con apoyo de una menor incertidumbre comercial bajo el T-MEC, tasas reales aún elevadas y una posición externa sólida. Sin embargo, estos factores han comenzado a erosionarse, lo que ha reducido el desempeño relativo del MXN frente a sus pares regionales.

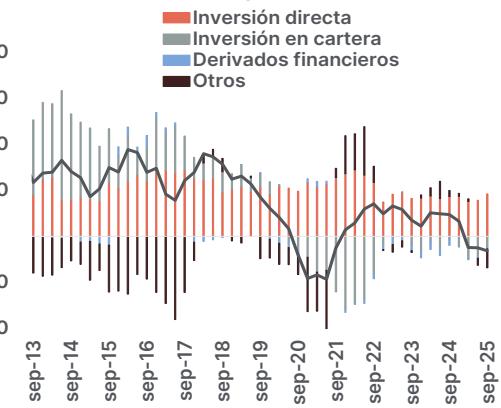
■ **Por lo tanto, el balance de riesgos apunta a una posible depreciación del MXN.** Esto refleja un deterioro en los fundamentos de México: la política monetaria está en un ciclo de relajación y las perspectivas de inversión y crecimiento se han debilitado.

■ **Un factor que podría brindar cierto apoyo al MXN es el desempeño comercial.** Los datos bilaterales recientes indican que aproximadamente 86% de las exportaciones mexicanas ingresan a EE. UU. libres de arancel y una proporción creciente de exportadores cumplen con las reglas de origen del T-MEC. Por ahora, los mercados siguen de cerca la revisión final del acuerdo (programada para 2026), con expectativas de que México reducirá aún más su dependencia de insumos chinos en su estructura de exportaciones.

Balanza por cuenta corriente (4 trimestres acumulados, % del PIB)



Cuenta financiera (4 trimestres acumulados, % del PIB)

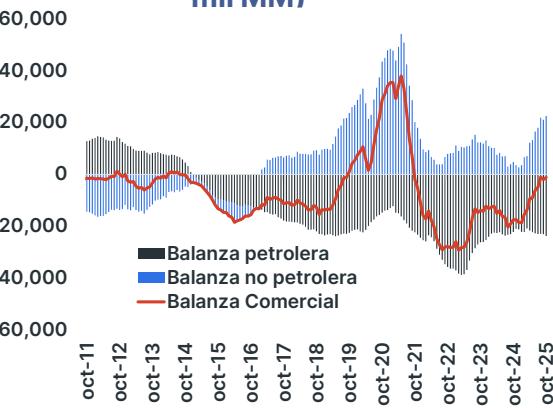


Source: INEGI, Banxico, Refinitiv, Credicorp Capital.

■ **Aunque el desempeño reciente del MXN aún no es comparable con la fuerte apreciación observada en 2023-24, el 3T25 registró un repunte en la IED y en los flujos del sector real, lo que sugiere un posible retorno del impulso inversor.** Queda por verse si esta tendencia se mantendrá en niveles comparables a los de años anteriores. Al mismo tiempo, la reducción del diferencial de tasas de interés de México (de alrededor de 720 pb a poco más de ~300 pb) agrega potencial volatilidad, especialmente si los factores que actualmente respaldan al MXN cambian. Suponiendo una revisión del T-MEC sin contratiempos, revisamos nuestra previsión de cierre de 2026 para el MXN a 19.10 (desde 19.5).

■ **Las cuentas externas de México sorprendieron positivamente en el 3T25.** La cuenta corriente registró un superávit de USD 2.3 MM (0.5% del PIB), impulsado por una fuerte mejora en la balanza comercial no petrolera y por remesas todavía sólidas, lo que marca un giro significativo respecto al déficit del año pasado. La cuenta financiera registró salidas netas, explicadas en gran medida por operaciones vinculadas a Pemex. Es importante destacar que estas salidas no generaron presión cambiaria, ya que no existía un déficit en la cuenta corriente que financiar. En general, México no presenta desequilibrios externos, lo que respalda la estabilidad cambiaria. Aunque los flujos de IED aumentaron en el 3T25, el superávit de la cuenta corriente sigue indicando que la inversión doméstica total permanece por debajo del ahorro nacional, lo que ayuda a explicar el crecimiento modesto del país.

Desglose de la balanza comercial (USD mil MM)



Posicionamiento neto y tipo de cambio (contratos, USDMXN)



México: proyecciones económicas

México	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
Rating (outlook): BBB (s) / Baa2 (n) / BBB- (s)								
Actividad económica								
PIB corriente (USD Miles de MM)								
PIB per cápita (USD)	1305.5	1120.6	1312.6	1464.6	1790.8	1853.2	1789.9	1802.8
PIB real (var. %)	-0.3	-8.6	5.8	3.9	3.2	1.5	0.3	1.5
Demanda Interna real (var. %)	-0.5	-11.1	9.1	6.0	7.6	2.8	-1.0	1.4
Consumo real total (var. %)	0.8	-9.3	9.0	5.5	4.0	2.6	0.2	1.6
Consumo privado real (var. %)	1.2	-10.8	8.1	5.2	4.3	2.7	0.2	1.7
Consumo público real (var. %)	-1.6	-0.7	-0.5	1.2	2.1	1.7	0.3	1.1
Inversión bruta real (var. %)	-4.4	-17.3	9.3	7.7	19.5	3.6	-4.8	0.8
Exportaciones reales (var. %)	1.2	-7.0	7.2	8.9	-6.8	0.2	3.2	3.8
Importaciones reales (var. %)	-1.1	-12.0	15.0	8.3	5.9	2.7	2.4	4.2
Tasa de desempleo (%, promedio)	3.5	4.4	4.1	3.3	2.8	2.7	3.2	3.4
Precios y monetario								
Inflación (fin de año)								
Inflación (promedio)	2.8	3.2	7.4	8.0	4.7	4.2	3.8	4.0
Tasa de referencia (fin de año)	3.7	3.4	5.7	7.9	5.5	4.7	3.8	3.7
Tasa de referencia (fin de año)	7.25	4.25	5.50	10.50	11.25	10.00	7.00	6.50
Cuentas fiscales								
Requerimientos Financieros del Sector Público (% del PIB)								
Balance Fiscal (% del PIB)	-2.3	-3.8	-3.7	-4.3	-4.3	-5.7	-4.4	-4.6
Balance Primario (% del PIB)	-1.6	-2.9	-2.9	-3.3	-3.3	-4.9	-3.7	-3.8
Deuda bruta (SHRFSP) (% del PIB)	1.1	0.1	-0.3	-0.5	-0.1	-1.5	-0.1	0.0
Deuda neta (% del PIB)	45.5	51.7	50.7	48.3	47.8	51.4	53.2	54.4
Deuda neta (% del PIB)	43.9	49.9	49.0	47.6	46.8	51.7	53.0	54.2
Sector externo								
Balanza comercial (USD Miles de MM)								
Exportaciones	5.4	34.0	-10.9	-26.9	-5.5	-8.2	-18.6	-20.0
Importaciones	460.6	417.0	494.2	577.7	593.0	617.0	640.0	680.0
Balanza en cuenta corriente (USD Miles de MM)	455.2	383.0	505.7	604.6	598.5	625.0	658.6	700.0
(Como % del PIB)	-3.5	26.2	-4.8	-13.4	-5.7	-5.7	-6.0	-13.0
IED (USD Miles de MM)	-0.3	2.3	-0.4	-0.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.7
Reservas Internacionales (USD Miles de MM)	34.6	28.2	33.5	36.2	36.3	36.6	36.0	38.9
Deuda externa total (% del PIB)	181.0	196.0	202.0	199.1	212.8	229.0	233.0	233.6
Tipo de cambio (fin de período)	49.1	57.6	47.3	41.1	34.3	35.9	35.8	36.4
Tipo de cambio (promedio)	18.9	19.9	20.5	19.5	17.0	20.8	18.7	19.1
Tipo de cambio (promedio)	19.3	21.5	20.3	20.1	17.7	18.5	19.2	19.0

Nota: Calificadoras S&P / Moody's / Fitch

Este reporte es propiedad de Credicorp Capital S.A. Corredores de Bolsa y/o Credicorp Capital Colombia S.A Sociedad Comisionista de Bolsa y/o Credicorp Capital S.A.A y/o sus subsidiarias (en adelante denominadas conjuntamente, "Credicorp Capital"), por tanto, ninguna parte del material ni su contenido, ni ninguna copia del mismo puede ser alterada en forma alguna, transmitida, copiada o distribuida a terceros sin el consentimiento expreso de Credicorp Capital.

Al realizar el presente reporte, Credicorp Capital ha confiado en la información proveniente de fuentes públicas. Credicorp Capital no ha verificado la veracidad, la integridad ni la exactitud de la información a la que ha tenido acceso, ni ha adelantado o realizado procedimientos de auditoría respecto de ésta. En consecuencia, este reporte no importa una declaración, aseveración ni una garantía (expresa o implícita) respecto de la veracidad, exactitud o integridad de la información que aquí se incluye, o cualquier otra información escrita u oral que se brinde a cualquier interesado y/o a sus asesores.

A menos que esté expresamente indicado, no se ha utilizado en este reporte información sujeta a confidencialidad ni información privilegiada que pueda significar la infracción a las normas del mercado de valores, o aquella que pueda significar incumplimiento a la legislación sobre derechos de autor.

Al analizar el presente reporte, el lector debe tener claro que el objetivo buscado no es predecir el futuro, ni garantizar un resultado financiero operativo específico, así como tampoco garantizar el cumplimiento de los escenarios presentados en la evaluación. Tampoco es brindar asesoría de inversión, ni opiniones que deban tomarse como recomendaciones de Credicorp Capital. La información contenida en este reporte es de carácter estrictamente referencial y así debe ser tomada. Asimismo, es necesario considerar que la información contenida en este reporte puede estar dirigida a un segmento específico de clientes o a inversionistas con un determinado perfil de riesgo distinto al suyo.

Salvo que esté expresamente indicado, el reporte no contiene recomendaciones de inversión u otras sugerencias que deban entenderse hechas en cumplimiento del deber especial de asesoría que asiste a los intermediarios del mercado de valores frente a los clientes clasificados como cliente inversionista. Cuando así sea, se especificará el perfil de riesgo del inversionista al cual se dirige la recomendación. El inversionista debe tener en cuenta que Credicorp Capital podría efectuar operaciones a nombre propio con las compañías que son analizadas en este tipo de reportes las que eventualmente podrían incluir transacciones de compra y venta de títulos emitidos por éstas.

Es importante tener en cuenta que las variaciones en el tipo de cambio pueden tener un efecto adverso en el valor de las inversiones.

Es de entera y absoluta responsabilidad del cliente determinar cuál es el uso que hace de la información suministrada y por ende es el único responsable de las decisiones de inversión o cualquier otra operación en el mercado de valores que adopte sobre la base de ésta.

El resultado de cualquier inversión u operación efectuada con apoyo en la información contenida en este reporte es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza, no siendo responsabilidad de Credicorp Capital, dicho resultado, por lo que tampoco asume ningún tipo de responsabilidad, por cualquier acción u omisión derivada del uso de la información contenida en este documento.

Credicorp Capital recomienda proveerse de asesoría especializada en aspectos financieros, legales, contables, tributarios y demás que correspondan, antes de adoptar una decisión de inversión. En ningún caso la información aquí publicada puede considerarse como un concepto u opinión de tipo financiero, jurídico, contable o tributario, ni mucho menos como un consejo o una asesoría de inversión.

Para el caso de clientes de Credicorp Capital Colombia S.A. o de Credicorp Capital Fiduciaria S.A., el contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

CONTACT LIST

ANDEAN RESEARCH TEAM

CREDICORP CAPITAL				
MACRO RESEARCH				
EQUITY & FIXED INCOME RESEARCH				
Daniel Velandia, CFA Managing Director Research – Chief Economist dvelandia@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1505	Steffania Mosquera, CFA Team Leader Equities Research smosquera@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1025	Josefin Valdivia Team Leader Fixed Income Research jvaldivia@credicorpcapital.com # (562) 2651 9308	Ana Paula Galvez Senior Analyst Utilities, Mining agalvezm@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Katherine Lavin Z. Research Coordinator klavinz@credicorpcapital.com # (562) 2450 1600
Diego Camacho Senior Economist - US & Colombia dcamacho@credicorpcapital.com # (571) 339 4400	Miguel Leiva Team Leader Equity Research Peru Mining miguelleiva@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Rodrigo Godoy Team Leader Equity Research Chile Food & Beverage, Natural Resources, Transport rgodoy@credicorpcapital.com #(562) 2446 1798 Ext. 1798	Sebastian Ore Analyst Retail & Real Estate sebastianore@credicorpcapital.com # (562) 2450 1600	Junior Aguilar Economist junioraguilar@credicorpcapital.com # (511) 313 2000 Ext 36308
Samuel Carrasco Madrid Senior Economist - Chile scarrasco@credicorpcapital.com # (562) 2446 1736	Daniel Mora, CFA Associate Andean Banks dmora@credicorpcapital.com # (571) 339 4400 Ext 1609	Orlando Barriga Almiron Fixed Income Analyst orlandobarriga@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Mariane Goñi Tadeo Analyst Cement & Construction marianegoni@credicorpcapital.com # (511) 416 3333	Eli Principe Economist eliprincipe@credicorpcapital.com # (511) 313 2000
Valentina Hurtado Economist - Argentina & Mexico vhurtadoc@credicorpcapital.com # (571) 339 4400	Gabriel Pérez Flórez Associate Cement & Construction gfperez@credicorpcapital.com # (571) 339 4400	Macarena Gutierrez Alvarez Senior Analyst Retail & Real Estate mgutierrez@credicorpcapital.com # (562) 2450 1600	Juan Felipe Becerra Analyst Utilities jbecerra@credicorpcapital.com # (571) 339 4400	Luis Ortega Economist luisortega@credicorpcapital.com # (511) 313 2000 Ext 37015
Tatiana Mejía Economist - Europe, Asia & Brazil mtmejia@credicorpcapital.com # (571) 339 4400	Maria Ignacia Montt Analyst Food & Beverage, Natural Resources, Transport mmonttq@credicorpcapital.com # (562) 2450 1600		Alexandra Morales Senior Analyst alexandramorales@credicorpcapital.com # (562) 2446 1736	Henry Bances Economist henrybances@credicorpcapital.com # (511) 313 2000
INTERNATIONAL SALES				
Credicorp Capital, LLC Jhonathan Rico Fixed Income Trader jrico@credicorpcapital.com # 1 - 305-904-1170	Credicorp Capital, LLC Andrés Valderrama Fixed Income Trader jvalderrama@credicorpcapital.com # 51 947513046	Credicorp Capital, LLC Ursula Mitterhofer Equity Senior Associate Sales & Trading umitterhofer@credicorpcapital.com # (562) 2450 1613	Credicorp Capital, LLC Newval Nelcha nnelcha@credicorpcapital.com # (562) 2450 1616	Banco de Crédito BCP